



Università degli Studi di Milano - Bicocca

Scuola di Dottorato in Scienze Giuridiche

Curriculum in Diritto Privato

La responsabilità delle agenzie di *rating* tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno



Elena Depetris

Matricola: 744970

XXVI Ciclo - a.a. 2012/2013

Piazza Ateneo Nuovo, 1 - 20126 Milano

INDICE

CAPITOLO I

INFORMAZIONE, *GATEKEEPERS* E MERCATI FINANZIARI

1. L'informazione p. **1**
2. L'importanza dei giudizi sintetici nella società contemporanea: rendere "semplici" informazioni "complesse" p. **10**
3. *Gatekeepers*: chi sono e quale ruolo svolgono p. **14**
4. Il peso dell'informazione nei mercati finanziari p. **18**

CAPITOLO II

LE AGENZIE DI *RATING* DEL CREDITO

1. Le agenzie di *rating* del credito: cenni introduttivi p. **29**
2. Breve storia della nascita e della diffusione delle agenzie di *rating* del credito p. **35**
3. (segue) Agenzie di *rating* nazionali, regionali e globali p. **52**
4. Il *rating* del credito: che cosa è ed attraverso quale procedimento viene assegnato p. **55**
5. L'importanza del *rating* del credito e le agenzie di *rating* quali *market gatekeepers* p. **69**

6. Il ruolo delle agenzie di <i>rating</i> nelle recenti crisi finanziarie: dall' <i>Asian flu</i> alla crisi dei debiti sovrani	p. 82
--	-------

CAPITOLO III

I PROBLEMI SOLLEVATI DALL'ATTIVITÀ DELLE AGENZIE DI RATING. DALL'AUTOREGOLAMENTAZIONE ALL'INTERVENTO PUBBLICO.

SEZIONE I

I PROBLEMI SOLLEVATI DALL'ATTIVITÀ DELLE AGENZIE DI RATING

1. “Vizi” e “virtù” del <i>rating</i> : i problemi connessi all'attività delle agenzie di <i>rating</i>	p. 113
2. La competizione limitata: dalla <i>two-rating norm</i> alle NRSRO	p. 115
3. (segue) La categoria delle NRSRO.....	p. 136
4. Il problema dei conflitti di interessi.....	p. 143
5. (segue) I <i>rating</i> non richiesti (<i>unsolicited ratings</i>)	p. 166
6. La mancanza di trasparenza	p. 174
7. Il meccanismo reputazionale: presidio sufficiente al corretto operare delle agenzie di <i>rating</i> ? ...	p. 175
8. L'utilizzo del <i>rating</i> a fini regolatori	p. 189
9. Efficienza informativa dei <i>rating</i> ed impatto delle revisioni dei <i>rating</i> (<i>rating actions</i>) sui prezzi dei titoli	p. 197
10. La proposta di creazione di un'agenzia di <i>rating</i> pubblica.....	p. 206

SEZIONE II
IL PASSAGGIO DALL'AUTOREGOLAMENTAZIONE
ALL'INTERVENTO NORMATIVO

1. La disciplina delle agenzie di *rating* del credito:
dall'autoregolamentazione all'intervento
pubblico..... p. **220**
2. Le iniziative della IOSCO ed i codici di autodisciplina
delle agenzie di *rating*..... p. **224**
3. La legislazione statunitense p. **231**
4. L'intervento normativo europeo p. **241**
 - 4.1. La prima risposta normativa europea: il
Regolamento CE n. 1060 del 2009
..... p. **247**
 - 4.2. (segue) Il Regolamento UE n. 513 del
2011..... p. **262**
 - 4.3. (segue) Il Regolamento UE n. 462 del 2013
.....p. **268**
 - 4.4. Il Regolamento CE n. 1060 del 2009 nella sua veste
attuale p. **274**
 - 4.5. L'obiettivo della riduzione del ricorso al *rating* del
credito: la Direttiva UE n. 14 del 2013 ed i
provvedimenti di diritto interno (Consob, Banca d'Italia,
Ivass, Covip) p. **294**

CAPITOLO IV
LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING* NEI
CONFRONTI DI INVESTITORI ED EMITTENTI

SEZIONE I

INTRODUZIONE AL PROBLEMA E PREMESSE METODOLOGICHE

1. Il danno da informazione economica inesatta
..... p. **303**
2. La responsabilità civile delle agenzie di *rating*: cenni
introduttivi e premesse metodologiche
..... p. **308**
3. (segue) Inquadramento e delimitazione del problema
..... p. **319**
4. La natura giuridica del *rating*. Sono i *rating* mere
“opinioni”? p. **329**
 - 4.1. La tesi tradizionale: il *rating* come *opinion*
..... p. **330**
 - 4.1.1. (segue) L’esperienza statunitense: *freedom of*
speech e *freedom of the press*
..... p. **334**
 - 4.1.2. La dottrina e la giurisprudenza italiane
favorevoli a riconoscere al *rating* la natura di mera
opinione p. **349**
 - 4.2. Gli approdi più recenti: le tesi che escludono la
riconducibilità del *rating* nel novero delle mere opinioni
..... p. **365**

SEZIONE II

LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING* NEI CONFRONTI DEGLI INVESTITORI

1. Profili di responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori p. **379**
2. La responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti degli investitori p. **384**
 - 2.1. Onere probatorio ed imputabilità dell'inadempimento p. **397**
 - 2.2. Il danno risarcibilep. **415**
 - 2.3. Le clausole di esonero da responsabilità e le clausole di manleva p. **435**
3. Responsabilità non contrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori p. **457**
 - 3.1. La responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori... p. **458**
 - 3.1.1. Il problema dell'individuazione del danno ingiusto p. **462**
 - 3.1.2. La prova dell'elemento soggettivo in capo al danneggiantep. **485**
 - 3.1.3. La prova del nesso causale p. **503**
 - 3.1.4. L'evento di danno e la sua quantificazione p. **515**
 - 3.2. La responsabilità da contatto sociale qualificato nei confronti degli investitori p. **519**
4. L'investitore-risparmiatore può essere considerato consumatore? p. **539**
5. Questioni di diritto internazionale privato p. **552**
6. La responsabilità dell'ESMA p. **556**

SEZIONE III

LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING* NEI CONFRONTI DEGLI EMITTENTI

1. Responsabilità contrattuale (*solicited rating*) e responsabilità extracontrattuale (*unsolicited rating*) delle agenzie di *rating* nei confronti degli emittenti p. **559**
2. Il danno subito dall'emittente nell'ipotesi di *rating* errato per difetto p. **565**
3. Il danno subito dall'emittente nell'ipotesi di *rating* errato per eccesso p. **570**
4. (segue) Un caso concreto: Tribunale di Milano, sesta sezione civile, 1° luglio 2011, n. 8790 p. **572**

SEZIONE IV

LA NUOVA DISCIPLINA EUROPEA SULLA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING* DEL CREDITO: L'ART. 35 *BIS* DEL REGOLAMENTO CE N. 1060/2009, INTRODOTTI DAL REGOLAMENTO UE N. 462/2013

1. L'intervento normativo del legislatore europeo p. **594**
2. Il nuovo art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009 p. **600**
 - 2.1. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 1.... p. **605**
 - 2.2. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 2.... p. **629**
 - 2.3. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 3.... p. **637**
 - 2.4. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafi 4 e 5 p. **641**
 - 2.5. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 6. Considerazioni conclusive p. **650**

SEZIONE V

UN'IPOTESI RICOSTRUTTIVA: LA RESPONSABILITÀ PER ATTIVITÀ PERICOLOSE

1. Qualche premessa metodologica p. **653**
2. L'attività di *gatekeeping* delle agenzie di *rating* e la responsabilità per attività pericolose: cenni introduttivi sull'art. 2050 cod. civ. p. **658**
 - 2.1. La natura giuridica della responsabilità per l'esercizio di attività pericolose p. **669**
 - 2.2. La nozione di "attività pericolosa" .. p. **680**
3. L'attività di classamento del merito creditizio e la responsabilità per attività pericolosep. **691**
 - 3.1. L'interesse protetto dall'art. 2050 cod. civ. p. **692**
 - 3.2. L'attività pericolosa p. **696**
 - 3.2.1. La responsabilità per trattamento di dati: il *trait-d'union* tra attività pericolosa "materiale" e attività pericolosa "intellettiva"? p. **698**
 - 3.2.2. Le nuove attività pericolose individuate dalla dottrina p. **713**
 - 3.2.3. Una ricostruzione sistematica: l'interpretazione estensiva-evolutiva dell'art. 2050 cod. civ. p. **731**
 - 3.3. Le agenzie di *rating* e la responsabilità per attività pericolose. Considerazioni conclusive p. **744**

- BIBLIOGRAFIA**p. **749**

CAPITOLO I

INFORMAZIONE, *GATEKEEPERS* E MERCATI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. L'informazione – 2. L'importanza dei giudizi sintetici nella società contemporanea: rendere “semplici” informazioni “complesse” – 3. *Gatekeepers*: chi sono e quale ruolo svolgono – 4. Il peso dell'informazione nei mercati finanziari

1. L'informazione

«C'è una guerra là fuori, amico mio. Una guerra mondiale. E non ha la minima importanza chi ha più pallottole, ha importanza chi controlla le informazioni. Ciò che si vede, si sente, come lavoriamo, cosa pensiamo, si basa tutto sull'informazione!»
(*I signori della truffa*)

Il sostantivo italiano *informazione* deriva dal corrispondente termine latino *informatio(-nis)*. Il verbo *informare* in latino significa letteralmente *dar forma a qualcosa* (dal greco antico μορφή, *forma*); similmente, il verbo latino *instruere* (in italiano *istruire*) significa letteralmente *dare una struttura*¹. Nell'accezione ormai invalsa il verbo *informare* viene utilizzato in senso lato: *informare* nel senso di *dar forma alla mente o al pensiero*,

¹ Da *Dizionario etimologico online*, www.etimo.it.

ossia, in termini più comuni, *dar notizia, mettere a conoscenza* qualcuno di qualche cosa².

L'informazione permette al suo destinatario di colmare una lacuna conoscitiva, fornendogli un maggior numero di dati che permettono di ridurre il novero delle

² In generale, «[l]a nozione di informazione è pre-giuridica ed è stata così sintetizzata: “Ogni messaggio comunicabile ad altri attraverso un mezzo qualsiasi”» (ZENO-ZENCOVICH V., voce *Cosa*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – Sezione Civile*, 4^a ed., vol. IV, Utet, Torino, 1989, p. 453, il quale cita CATALA, *Ebauche d'une théorie juridique de l'information*, in *Informativa e diritto*, 1983, 1, 15). Sulla molteplicità di significati assunti dal termine “informazione” v. ZENO-ZENCOVICH V., voce *Informazione (profili civilistici)*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – Sezione civile*, 4^a ed., vol. IX, Utet, Torino, 1993, p. 421: «In un primo senso, contenutistico, per informazione si intende qualsiasi dato rappresentativo della realtà che viene conservato da un soggetto oppure comunicato da un soggetto ad un altro. In un secondo senso, funzionalistico, sotto il termine informazione si ricomprendono quelle attività di comunicazione al pubblico svolte da taluni mezzi, quali la stampa, la radio e la televisione. In una terza accezione, specialistica, l'informazione integra un obbligo posto a carico di taluni soggetti quando entrano in rapporto con altri, come avviene nelle trattative contrattuali o nella presentazione di beni o servizi oggetto di rapporti giuridici».

Sulle varie definizioni che sono state date del termine “informazione” si veda anche MANSEL H.P., *L'immaterialità e l'ubiquità dell'informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità per informazione. Elementi di un ordinamento dell'informazione*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno, V, Responsabilità civile e tutela dei diritti*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 302. Interessante quella proposta da Steinbuch, universalmente riconosciuta, secondo il quale «la funzione principale dell'informazione sembra essere quella di predisporre ad una decisione. La sua specificità sta nel fatto che essa incide direttamente sulla formazione della volontà dei suoi destinatari» (*ibidem*).

variabili ignote e prendere così decisioni più mirate e consapevoli.

L'informazione permette di risolvere un'incertezza (uscendo di casa devo portare con me l'ingombrante ombrello? Se guardando fuori dalla finestra mi accorgo che sta diluviando opterò senz'altro per la risposta affermativa) o, quanto meno, di ridurre il numero delle possibili alternative e dirigere la propria attenzione (e, di conseguenza, la propria scelta) sulle alternative residue (qual è la via più veloce per raggiungere il mio posto di lavoro? Se dal bollettino radio apprendo che sulla strada che percorro solitamente il traffico è rallentato per lavori passerò ad esaminare i possibili percorsi alternativi).

Nella migliore delle ipotesi l'informazione sostituisce il noto all'ignoto, permettendo di superare definitivamente l'incertezza e compiere così la scelta ottimale (porto con me l'ombrello così evito di bagnarmi); nella gran parte dei casi l'informazione, pur non risolvendo l'incertezza, aumenta il patrimonio di conoscenze a disposizione del soggetto, permettendogli di ponderare meglio la sua scelta, anche se non è detto che questa sarà, in ultima analisi, quella ottimale (soffro di una patologia per la quale sono possibili diverse terapie, ciascuna delle quali presenta una certa probabilità di successo e determinate controindicazioni: sulla base delle informazioni ricevute mi determinerò in un senso piuttosto che nell'altro. Anche se la mia scelta è la migliore che in astratto, in base alle informazioni disponibili, potessi prendere, in concreto potrebbe rivelarsi non essere tale).

Nella peggiore delle ipotesi l'informazione non corretta e/o incompleta e/o ambigua può condurre il soggetto a prendere decisioni diverse e più sfavorevoli rispetto a quelle che avrebbe assunto ove non avesse ricevuto alcuna informazione. È, infatti, facile

comprendere come un'informazione inesatta e/o ambigua possa creare una falsa rappresentazione della realtà, che può risultare assai più pernicioso di una consapevole ignoranza: se il soggetto "sa di non sapere" le sue valutazioni saranno certamente più prudenti e ponderate e l'eventuale assunzione di rischio più consapevole³. Citando il più illustre "ignorante" (nel senso etimologico del termine: colui che non conosce, che non sa) della storia della filosofia, «[e], andandomene via, dovetti concludere meco stesso che veramente di cotest'uomo ero più sapiente io: in questo senso, che l'uno e l'altro di noi due poteva pur darsi non sapesse niente né di buono né di bello; ma costui credeva sapere e non sapeva, io invece, come non sapevo, neanche credevo sapere; e mi parve insomma che almeno per una piccola cosa io fossi più sapiente di lui, per questa che io, quel che non so, neanche credo saperlo» (Platone, Apologia di Socrate, 21d). Insomma, se l'informazione non è attendibile, riprende vigore l'antico adagio, secondo cui assai sa colui che sa di non sapere.

Il fatto che l'informazione possa essere incompleta, ambigua o addirittura inesatta è (in alcuni campi più che in altri, in alcune circostanze più che in altre), in una certa misura, qualcosa di fisiologico. Più la ricerca in un determinato campo progredisce, maggiori sono le

³ Si pensi alla Sibilla che, interrogata da un soldato circa l'esito della propria missione, diede il seguente responso: «*ibis redibis non morieris in bello*». Se il soldato interpreta l'oracolo conformemente all'esito da lui auspicato («*ibis, redibis, non morieris in bello*»: andrai, ritornerai, non morirai in guerra), è probabile che lo stesso terrà una condotta meno prudente e più spavalda rispetto a quella che avrebbe tenuto ove non avesse interrogato l'oracolo. Salvo poi magari scoprire che ciò che la Sibilla realmente intendeva era «*ibis, redibis non, morieris in bello*»: andrai, non tornerai, morirai in guerra.

conoscenze che si acquisiscono, più precise saranno le informazioni che gli operatori potranno mettere a disposizione degli utenti. Bisogna dunque riconoscere che non sempre è possibile pretendere di ricevere un'informazione pienamente esaustiva (perché completa) e chiara (perché priva di ambiguità); vi sono settori ove ancora molto sfugge all'umana comprensione, sicché colui che si trova a dover prendere una decisione necessariamente sconta l'inadeguatezza e l'incompletezza delle informazioni a sua disposizione. Se non si può in siffatte ipotesi esigere di ricevere un'informazione scevra da lacune ed inesattezze, si può però pretendere che colui che fornisce l'informazione operi nel modo più diligente e trasparente possibile, evitando situazioni di possibili conflitti di interesse e personale tornaconto

Il tema dell'informazione riveste, oggi più che mai, un'importanza centrale. Nelle economie più progredite l'informazione ha difatti assunto un'importanza primaria⁴; non a caso esperti di ogni settore definiscono l'odierna società con la locuzione «società dell'informazione»⁵.

⁴ Cfr. SIRILLI G., voce *Società dell'informazione*, in *Enciclopedia della Scienza e della Tecnica* (2008), [http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-dell-informazione_\(Enciclopedia_della_Scienza_e_della_Tecnica\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-dell-informazione_(Enciclopedia_della_Scienza_e_della_Tecnica)/): «Il trattamento dell'informazione e l'elaborazione delle conoscenze sono diventati la principale fonte occupazionale: la società postfordista impegna in questo settore più del 60% della sua forza lavoro; informazione e conoscenza sono quindi le materie prime e i principali prodotti della nostra società».

⁵ Cfr. ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica* 2005, 6, p. 930: «Se da una ventina d'anni a questa parte si parla di “società dell'informazione” non è perché essa sarebbe dominata dai *mass-media*, bensì perché l'informazione è diventata il bene – non materiale – di maggiore

L'informazione è oggi considerata un vero e proprio bene giuridico⁶; bene, certamente, *sui generis* (si tratta, difatti, di bene *immateriale* – perché incorporeo – ed *ubiquo* – perché, dopo essere stata trasmessa, l'informazione è potenzialmente libera da vincoli di spazio e di tempo –⁷), ma pur sempre bene avente rilevanza giuridica⁸ e bisognevole di protezione (si pensi alla normativa sui brevetti, al diritto d'autore, alla disciplina sul trattamento dei dati personali, etc.).

Ma l'informazione può assumere rilievo anche in un'altra accezione, ossia come eventuale fonte di responsabilità a carico di colui che la fornisce (responsabilità dell'informatore).

Oggetto del presente lavoro sarà l'informazione intesa secondo l'ultima delle sopra indicate accezioni, ossia l'informazione (non come oggetto di tutela, ma) come possibile fonte di responsabilità; non si tratta, cioè, di “proteggere l'informazione”, ma di “proteggersi dall'informazione (inesatta)”. Si tratta, come rileva la dottrina⁹, di aspetto tradizionalmente meno indagato, ma

importanza e valore nelle società evolute e l'elemento sulla base del quale vengono effettuate tutte le scelte individuali, economiche, politiche. L'informazione viene prodotta, scambiata, accumulata, rielaborata; forma oggetto di negozi giuridici; determina l'insorgere di nuove professioni e specializzazioni».

⁶ Ai sensi dell'art. 810 cod. civ. «[s]ono beni le cose che possono formare oggetto di diritti».

⁷ Tali definizioni sono di MANSEL H.P., *op. cit.*, pp. 302 ss. e 305.

⁸ Cfr. PERLINGIERI P., *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.* 1990, 2, pp. 326 ss..

⁹ MANSEL H.P., *op. cit.*, p. 301: «Un problema centrale e molto discusso in materia di ordinamento dell'informazione è quello relativo ai diritti di proprietà dell'informazione e al diritto d'autore. Gli aspetti dell'ordinamento dell'informazione inerenti alla responsabilità civile, invece, non sono spesso presi in esame».

che – è facile ipotizzare – è destinato ad assumere sempre più rilevanza.

A proposito della responsabilità dell'informatore, autorevole dottrina¹⁰ ha posto in luce la distinzione tra informazione come consiglio amichevole, informazione come “servizio” ed informazione come (elemento confluyente in un) “prodotto”: «mentre nella prima ipotesi di regola il danno non è mai ingiusto¹¹ e nell'ultima ipotesi il danno è tendenzialmente sempre ingiusto (nei termini e nei limiti determinati dal legislatore), un vero e proprio problema – aperto – di individuazione dell'ingiustizia si pone per l'ipotesi centrale»¹². Ed è proprio l'ipotesi centrale (ossia l'informazione c.d. servizio) a venire in luce nel presente lavoro¹³.

¹⁰ BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa* 1991, pp. 553 ss..

¹¹ Se non in ipotesi di consiglio dato in mala fede, secondo l'antico brocardo *consilii non fraudolenti nulla obligatio est. Coeterum, si dolus et calliditas interecessit, de dolo actio competit* (BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., pp. 550 e 555).

¹² BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 554.

¹³ Cfr. SANNA P., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, ESI, Napoli, 2011, p. 15: «la prevalente dottrina ha inteso ricondurre la specifica fattispecie in esame [*i.e.* responsabilità delle agenzie di *rating* per la diffusione di valutazioni inesatte: ndr] a quella più ampia delle informazioni inesatte c.d. servizio (ossia fornite da un professionista liberamente, *ergo* al di fuori di uno specifico rapporto obbligatorio)».

Ci si può domandare se l'informazione non possa, in taluni casi, essere considerata un vero e proprio “prodotto”. L'interrogativo

riguarda da vicino l'attività delle agenzie di *rating*, le quali raccolgono, analizzano e sintetizzano una molteplicità di dati ed informazioni di vario tipo, giungendo infine alla emissione di un giudizio di sintesi (il *credit rating*): tale processo si avvicina molto al classico processo produttivo, ove le materie prime, attraverso vari stati, vengono lavorate e trasformate in un prodotto finito. Sul punto cfr. ALPA G., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2013, 2, I, pp. 79-80, che fa cenno all'«interrogativo concernente la qualificazione da attribuire al servizio di *rating*. Più in particolare, ci si riferisce alla natura del servizio di raccolta e di elaborazione di informazioni (e relativa diffusione), forma operativa che sembra oscillare tra le categorie afferenti lo svolgimento di attività intellettuale e la produzione di beni (riconducibile a quella d'impresa). Chi pensa all'informazione come un bene, può certamente essere indotto a qualificare le agenzie di *rating* come produttori di beni; per converso, chi invece ritiene che tale attività sia espressione di un servizio di natura intellettuale, può considerare tali agenzie come entità organizzate esercitanti un'attività professionale, correlata alle esigenze del mercato e, quindi, strumentale alla libertà d'informazione che è espressione tipica dell'evoluzione delle società occidentali. (...) L'individuazione di una categoria concettuale in cui classificare il *rating* genera evidenti riflessi in ordine all'identificazione del regime di responsabilità civile applicabile alle agenzie. Se si considera l'elaborazione dei giudizi come un'attività di natura intellettuale vengono in considerazione i criteri di responsabilità ricorrenti nella materia intellettuale (quali, nello specifico, l'esonero di responsabilità in caso di colpa lieve, a fronte delle differenti ipotesi relative ai casi di colpa grave). Più in generale, viene in considerazione l'affidamento al criterio di responsabilità fondato sulla colpa o sul dolo, coerentemente con le note teorie sulla circolazione delle informazioni economiche (le quali, durante gli anni settanta, imputavano una responsabilità per dolo a coloro i quali diffondevano nel sistema notizie errate o fuorvianti). In alternativa, la riferibilità all'informazione come un bene economico consente di imputare alle agenzie produttrici di *rating* una responsabilità di tipo oggettivo, fondata sull'assunto che il giudizio in parola è un bene “naturalmente difettoso” in quanto

correlato al rischio finanziario intrinseco al processo di stima dell'affidabilità creditizia dei soggetti operanti sul mercato». Ancora, parlano dell'informazione come prodotto ZENO-ZENCOVICH V., *La libertà d'espressione*, Il Mulino, Bologna, 2004, p. 22 e BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 555; ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit., p. 947 parla dell'informazione come “prodotto difettoso”; PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubb.* 2011, 1, p. 192 afferma che «l'informazione, sotto forma di *rating* (o meglio, incorporata in esso), costituisce (...) il bene prodotto dalle agenzie (*information value*)»; SZEGO B. e GOBBO G., *Rating, mercato e regolatori. «Reliance» e «Over-reliance» sulle agenzie di rating*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 337 affermano che «[c]ome produttori di informazioni le agenzie di *rating* riducono, a favore degli investitori, l'asimmetria informativa tipica dei mercati finanziari». Contrario all'applicazione della legge sulla responsabilità del produttore ai casi d'informazione errata è MANSEL H.P., *op. cit.*, pp. 307 ss., che distingue tra mezzo e contenuto dell'informazione e non ritiene che le informazioni siano qualificabili come prodotti. Seppure sussistano importanti analogie tra l'attività di produzione tradizionalmente intesa e l'attività di classamento del merito creditizio il cui “prodotto” finale è rappresentato dal *rating* del credito, nel presente lavoro si è preferito seguire l'impostazione tradizionale e maggioritaria, che qualifica l'attività di *rating* del credito quale attività intellettuale (di conseguenza sottoponendo le agenzie di *rating* alla disciplina dettata dagli artt. 2229 ss. cod. civ. sulle professioni intellettuali) ed il *rating* del credito quale informazione-servizio (e non informazione-prodotto). Difatti, seppure le agenzie di *rating* possano forse rientrare nella nozione di “produttore” nell'accezione di “fornitore di un servizio” (ai sensi dell'art. 3, comma 1, lett. d) del d.lgs. n. 206 del 2005 – Codice del consumo – è “produttore” «il fabbricante del bene o il *fornitore del servizio* [corsivo di chi scrive], o un suo intermediario, nonché l'importatore del bene o del servizio nel territorio dell'Unione europea o qualsiasi altra persona

2. L'importanza dei giudizi sintetici nella società contemporanea: rendere "semplici" informazioni "complesse"

«... noi vorremmo sapere...per andare dove dobbiamo andare... per dove dobbiamo andare? Sa, è una semplice informazione»

(Totò, Peppino e la Malafemmina)

Se il contenuto (ossia l'esattezza, la correttezza) dell'informazione riveste importanza centrale, non meno rilevanti appaiono le modalità con le quali l'informazione viene trasmessa e divulgata. Un'informazione sostanzialmente corretta, ma difficilmente intellegibile, non appare, difatti, in grado di svolgere appieno la propria funzione di supporto nell'orientare l'informato nel proprio processo decisionale; tutt'altro, un'informazione esatta, ma

fisica o giuridica che si presenta come produttore identificando il bene o il servizio con il proprio nome, marchio o altro segno distintivo»; ma la locuzione «fornitore del servizio» non compare più nella nozione di "produttore" di cui all'art. 115, comma 2 *bis* cod. cons., dettato in materia di responsabilità per danno da prodotti difettosi, per cui è "produttore" solamente «il fabbricante del prodotto finito o di una sua componente, il produttore della materia prima, nonché, per i prodotti agricoli del suolo e per quelli dell'allevamento, della pesca e della caccia, rispettivamente l'agricoltore, l'allevatore, il pescatore ed il cacciatore»), l'informazione non sembra rientrare nella nozione di "prodotto" di cui all'art. 115 cod. cons. (ai sensi dell'art. 115, commi 1 e 2 cod. cons. è "prodotto" «ogni bene mobile, anche se incorporato in altro bene mobile o immobile», nonché l'elettricità). Sicché quando, nel prosieguo della trattazione, si farà riferimento al *rating* del credito quale "prodotto" dell'attività di classamento del merito creditizio, lo si farà in modo atecnico.

poco o nulla comprensibile, può confondere colui che la riceve ed indurlo a prendere decisioni non corrispondenti ai propri obiettivi. Per tale ragione è fondamentale che l'informazione, oltre ad essere esatta, sia anche chiara e comprensibile.

Riuscire a fornire un'informazione chiara e comprensibile non sempre è obiettivo facile da perseguire. Accanto ad informazioni, per così dire, "semplici" ("che ore sono?"; "dov'è la stazione ferroviaria?"), ve ne sono altre che si possono definire "complesse" ("quanto è rischiosa questa tipologia di investimento?"; "lo sciame sismico continuerà anche nei prossimi giorni?"). Mentre le informazioni "semplici" non presuppongono l'esistenza di particolari competenze né in capo all'informatore né in capo all'informato, le informazioni "complesse" richiedono, invece, la sussistenza di una particolare preparazione sia in capo a chi le fornisce sia in capo a chi le riceve. E le informazioni possono essere complesse per almeno due ordini di ragioni: i) in primo luogo, per il loro contenuto, estremamente tecnico e specialistico, frutto di conoscenze e competenze settoriali che solo esperti qualificati del settore di riferimento normalmente posseggono; ii) in secondo luogo, per la mole di dati sottostanti, che devono essere tra loro comparati e confrontati. Si pensi al piccolo investitore non professionale che, più preoccupato di non perdere il proprio capitale che interessato ad ottenere rendimenti elevati, voglia investire in titoli a basso rischio: se a costui si fornisce tutta la documentazione dell'emittente, i suoi bilanci ed i dati contabili, gli studi di settore del ramo di riferimento, etc. si può affermare che lo stesso è stato compiutamente "informato" circa la rischiosità dell'investimento che si appresta a compiere? È possibile affermare che questo soggetto, grazie alle informazioni

ricevute, sarà in grado di effettuare le proprie scelte di gestione del portafoglio finanziario in modo consapevole? È facile immaginare di no, e questo per le due ragioni anzidette, ossia i) perché le informazioni che gli sono state fornite necessitano, per essere comprese appieno, di particolari competenze (contabili, economiche, finanziarie, etc.) e ii) perché le molte informazioni non possono essere considerate singolarmente, ma devono essere lette, con occhio esperto e critico, in modo integrato, comparandole tra loro¹⁴. In siffatta ipotesi il ricorso allo strumento della *mandatory disclosure* (divulgazione obbligatoria – perché imposta dal regolatore – di informazioni) non risulta, dunque, sufficiente¹⁵.

Nella società contemporanea, caratterizzata da una crescente ricerca e specializzazione, il rilievo che le informazioni c.d. complesse assumono è necessariamente ed inevitabilmente destinato ad aumentare.

Quanto testé affermato chiarisce l'importanza che sempre più assumono quelli che si possono definire – con espressione generalissima – “giudizi sintetici”. I giudizi sintetici sono giudizi forniti da soggetti esperti del settore

¹⁴ Sottolinea RORDOF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.* 2002, I, p. 780 come per l'investitore non professionale l'informazione (a tratti “elefantiaca”) fornita direttamente dalle società sia tuttora di difficilissima fruizione.

¹⁵ Cfr. ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit., p. 937: «L'obiettivo è (...) quello di accrescere la fiducia negli strumenti finanziari attraverso la divulgazione di informazioni le quali costituiscono un fattore chiave della tutela degli investitori. Per fare ciò è importante non solo l'adeguatezza, la tempestività, la obiettività e l'affidabilità, ma anche la forma in cui esse vengono divulgate, in modo che siano facilmente analizzabili e comprensibili».

di riferimento, che hanno il pregio di condensare l'informazione rilevante e renderla intellegibile al pubblico dei "non addetti" attraverso l'uso di una terminologia e/o di una simbologia largamente comprensibili. I giudizi sintetici hanno, dunque, il pregio di rendere l'informazione specialistica fruibile anche da soggetti non esperti.

Se la disponibilità di giudizi sintetici è di fondamentale importanza per i soggetti non esperti, essa assume rilievo anche per i soggetti professionali, che possono utilizzarla per pianificare al meglio la propria attività¹⁶.

Tra questi giudizi sintetici si inseriscono, come si vedrà più avanti, anche i *rating* del credito, ossia valutazioni sull'affidabilità creditizia di emittenti e/o emissioni, che, condensando l'informazione economico-finanziaria rilevante in un semplice simbolo alfanumerico, rappresentano un utile ausilio per il pubblico degli investitori non esperti¹⁷: «Ratings are a fact of life in

¹⁶ Lo sottolinea PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus* 2009, 1, p. 67, il quale afferma che l'esigenza di avere a disposizione giudizi sintetici espressi in forme immediatamente comprensibili e comparabili «è propria non solo dei profani, ma anche dei soggetti professionali sia per un primo orientamento tra le migliaia di prodotti offerti sul mercato sia per avere un *benchmark* esterno con il quale confrontare le proprie opinioni ed eventualmente giustificare a terzi le scelte effettuate; e anche dei regolatori che possono semplificare il proprio lavoro sfruttando i giudizi professionali delle agenzie».

¹⁷ Cfr. SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove leggi civ. comm.* 2010, 2, p. 293: «il *rating*, diversamente da altri strumenti informativi che nell'ottica del legislatore sono parimenti suscettibili di indirizzare le scelte di investimento dei risparmiatori, è un elemento conoscitivo idoneo a consentire una consapevole valutazione da parte dell'investitore senza tuttavia contribuire a

modern society where non-specialists want complex information distilled by experts into easy-to-use symbols and rankings»¹⁸.

Ovviamente l'attività di scelta, controllo, selezione, valutazione e sintesi delle informazioni (attività che si colloca a monte dell'emissione del giudizio sintetico) è estremamente complessa e delicata, poiché le decisioni che l'esperto assume in ciascuno di questi passaggi sono in grado di influenzare il risultato finale (quello che troverà espressione nel giudizio sintetico che verrà divulgato), che a propria volta influenzerà le decisioni dei non esperti destinatari delle informazioni. Si apre così il problema dell'affidabilità e della (eventuale) responsabilità dei *gatekeepers*, ossia di quei soggetti che svolgono l'attività di *gatekeeping*.

3. Gatekeepers: chi sono e quale ruolo svolgono

Che cosa significa il termine anglosassone “*gatekeeper*”? Se si cerca *gatekeeper* in qualsiasi dizionario della lingua inglese le prime traduzioni che vengono proposte sono quelle di “portiere”, “portinaio”, “custode” o “sorvegliante”; più in generale, il *gatekeeper* è *someone who guards an entrance* o *someone who controls access to something*. Il *gatekeeper* è dunque il “guardiano

quell'eccesso di informazioni che, ad avviso della dottrina più moderna, confonde e depotenzia le capacità di diagnosi di chi deve decidere».

¹⁸ J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006, p. 283.

del cancello”, colui che sorveglia l’ingresso decidendo chi o cosa far passare e chi o cosa no¹⁹.

¹⁹ Una delle migliori definizioni di *gatekeeper* è quella di J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 1-2: «The term “gatekeeper” has been used in many different settings across the social sciences, usually in ways that are more metaphorical than precise. Typically, the term connotes some form of outside or independent watchdog or monitor – someone who screens out flaws or defects or who verifies compliance with standards or procedures. Within the corporate context, the prior academic commentary has usually used the term “gatekeeper” to mean an independent professional who plays one of two distinct roles, which tend to overlap in practice. First, the gatekeeper may be a professional who is positioned so as to be able to prevent wrongdoing by withholding necessary cooperation or consent. (...) In this first sense, the gatekeeper is a private policeman who has been structured into the process to prevent wrongdoing. By withholding its approval, it closes the gate, typically denying the issuer access to the capital markets. So defined, even the board of directors can be seen as a gatekeeper, and the Securities and Exchange Commission certainly is a public gatekeeper. However, defining gatekeepers simply in terms of their capacity to veto or withhold consent misses what is most distinctive about the professionals who serve investors in the corporate context. Inherently, they are repeat players who provide certification or verification services to investors, vouching for someone else who has a greater incentive than they to deceive. Thus, a second and superior definition of the gatekeeper is *an agent who acts as a reputational intermediary to assure investors as to the quality of the “signal” sent by the corporate issuer* [corsivo di chi scrive]. The reputational intermediary does so by lending or “pledging” its reputational capital to the corporation, thus enabling investors or the market to rely on the corporation’s own disclosures or assurances where they otherwise might not. The gatekeeper has such reputational capital because it is a repeat who has served many clients over many years».

In senso metaforico, il *gatekeeper* è colui che raccoglie le informazioni, le studia, le analizza, le seleziona e decide quali diffondere e secondo quali modalità. L'azione di *gatekeeping* si risolve, dunque, in un'attività di controllo dell'informazione, che porta a favorire alcune notizie a scapito di altre, influenzando sulla (sino talvolta a determinare la) rappresentazione della realtà.

In base alla definizione testé fornita, ci si avvede come molti siano i soggetti che possono svolgere attività di *gatekeeping*: le case editrici, che decidono quali testi dare alle stampe e quali no; le gallerie d'arte e gli organizzatori di mostre ed eventi, che selezionano gli artisti da esporre e promuovere; le agenzie di stampa, i direttori delle testate giornalistiche, dei telegiornali e dei mezzi di comunicazione in generale, che decidono a quali notizie dare rilievo; scrittori, opinionisti, intellettuali, scienziati, politici, esperti in genere, le cui asserzioni sono rivestite di particolare autorevolezza; e così via. Anche nell'ambito economico-finanziario esistono numerosi soggetti che svolgono attività di *gatekeeping*, quali, ad esempio, le società di revisione, le banche d'investimento, gli studi legali, gli analisti finanziari, gli amministratori non esecutivi e persino agli assicuratori della responsabilità civile²⁰; e, come si vedrà oltre, anche le agenzie di *rating* del credito²¹.

I *gatekeepers* possono essere più o meno consapevoli del proprio ruolo, sicché l'attività di *gatekeeping* può essere svolta in modo più o meno conscio e, soprattutto, più o meno interessato; quanto più il *gatekeeper* è

²⁰ PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.* 2009, 6, I, p. 716, nt. 7.

²¹ Cfr. capitolo II, § 5.

consapevole del proprio ruolo e dell'influenza che tramite esso può esercitare, tanto più vi è il rischio che egli possa essere tentato di svolgere l'attività di *gatekeeping* in modo non neutrale, ma orientato a perseguire propri scopi egoistici, economici e/o personali, facendo prevalere logiche diverse rispetto alla vera e corretta informazione.

Ben si comprende la rilevanza e l'estrema delicatezza dell'attività svolta dai *gatekeepers*: in una realtà dove le informazioni sono sempre più numerose e sempre più complesse, la presenza di un "filtro" che, partendo da un'ingente mole di dati, li distilla fornendo al pubblico una sintesi che risulta più comprensibile e, perciò, più fruibile, se da un lato rappresenta un utile ausilio (se non, addirittura, una vera e propria necessità), dall'altro ha connaturata in sé un'elevata dose di intrinseca pericolosità. È facile, infatti, comprendere che, ove le informazioni siano copiose, difficilmente intellegibili ad un osservatore inesperto e, in molti casi, non disponibili al pubblico indifferenziato degli utenti, il quale né potrebbe né sarebbe probabilmente in grado di interpretarle e di formarsi un autonomo giudizio, la fiducia quasi fideistica nella onestà e nella neutralità del *gatekeeper* e nella correttezza dell'analisi da questi svolta diventa una vera e propria necessità. E, purtroppo, non sempre la fiducia risulta essere ben riposta.

Tra le varie informazioni, estremamente importanti sono quelle economiche²²; e, tra quelle economiche,

²² Sull'importanza assunta dalle informazioni economiche a partire dagli anni '50 del secolo scorso in poi si veda DI AMATO A., *Il danno da informazione economica*, ESI, Napoli, 2004, pp. 9 ss., il quale parla di «avvento di un nuovo modello di comunità economica che riconosce nel sapere e nel conoscere gli imprescindibili motori dello sviluppo economico» (p. 11).

grande rilievo assumono le informazioni di carattere finanziario.

4. Il peso dell'informazione nei mercati finanziari

Dalle poche considerazioni sin qui svolte è emerso come l'informazione abbia ormai assunto un ruolo di assoluto rilievo in tutti i campi della società. Occorre dunque delimitare l'ambito di indagine, non essendo pensabile compiere un'analisi accurata che comprenda ogni tipo di informazione, in ogni possibile ambito dello scibile umano, prodotta e/o veicolata da qualsivoglia tipo di soggetto.

Innanzitutto, le informazioni sulle quali si concentrerà l'attenzione nel prosieguo della trattazione sono quelle che riguardano un campo particolare, ossia quello dei mercati finanziari. I mercati finanziari, luoghi immateriali nei quali vengono scambiati i più diversi tipi di prodotti finanziari, favoriscono la circolazione delle risorse economiche, agevolandone il trasferimento da coloro che le hanno accumulate attraverso il risparmio (gli investitori) a coloro che le richiedono per finanziare le proprie attività (le imprese che emettono strumenti finanziari). Coloro che hanno bisogno di liquidità (le imprese) emettono strumenti finanziari (ne esistono diverse tipologie, ad esempio azioni, obbligazioni, Titoli di Stato, quote di fondi comuni di investimento, etc.)²³; coloro che hanno risorse finanziarie in eccedenza acquistano gli strumenti finanziari perché la remunerazione che ne deriva loro è maggiore

²³ Per l'elenco completo dei prodotti finanziari qualificabili come "strumenti finanziari" si rimanda all'art. 1, comma 2 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.).

rispetto a quella che otterrebbero depositando i propri risparmi in banca. Quando il meccanismo opera correttamente tutti i soggetti che vi sono coinvolti ne traggono beneficio: gli emittenti riescono a reperire le risorse loro necessarie a realizzare i propri progetti, gli investitori ottengono la restituzione del loro capitale maggiorato di una remunerazione. Non solo i soggetti direttamente coinvolti, ma la collettività nel complesso ne trae beneficio, in quanto la circolazione della ricchezza porta allo sviluppo del sistema economico che a sua volta porta ad un aumento della ricchezza generale. I mercati finanziari rivestono, dunque, un ruolo chiave, in quanto il reperimento di risorse finanziarie costituisce un presupposto fondamentale per l'evoluzione e lo sviluppo del sistema economico nel suo complesso.

I mercati finanziari sono mercati particolari. Si tratta, infatti, di mercati nei quali è insita una ineliminabile componente di aleatorietà, poiché attraverso il collocamento di strumenti finanziari si realizza non soltanto una redistribuzione delle risorse economiche, ma anche una redistribuzione del rischio economico connesso all'attività dell'impresa, rischio che in parte si trasferisce dall'emittente all'acquirente dello strumento finanziario (investitore), il quale lo accetta in virtù della promessa di un probabile vantaggio futuro (la remunerazione promessa). I mercati finanziari possono allora rappresentare una vera e propria insidia per gli investitori non qualificati, che, ignari dei rischi cui vanno incontro, possono subire forti perdite e vedere bruciati in pochi istanti i risparmi faticosamente accumulati nel corso di molti anni. La perdita di credibilità dei mercati finanziari finisce poi col ripercuotersi inesorabilmente sui mercati stessi, che vedono fuggire proprio quella fetta di investitori non qualificati che, non avendo gli strumenti necessari per

comprenderne fino in fondo le dinamiche, se ne allontana spaventata. Per evitare che ciò avvenga vi sono diversi possibili rimedi, che, pur adottati congiuntamente, tuttavia non sempre riescono a raggiungere appieno il risultato sperato. Da un lato vi è il controllo e la regolamentazione dei mercati finanziari da parte delle autorità pubbliche di vigilanza; dall'altro lato vi è la necessità di fornire ai soggetti che si muovono in questo campo informazioni che siano intelleggibili²⁴. E proprio in un campo come quello

²⁴ Sull'importanza dell'informazione per l'investitore cfr. Considerando n. 1 della Direttiva del 22 dicembre 2003, n. 124 (Direttiva della Commissione recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato): «Un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, ossia su informazioni disponibili ex ante. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili ex ante. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato collegato».

Sull'importanza dell'informazione nei mercati finanziari cfr. anche ZENO-ZENCOVICH V., *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, in *Anal. giur. econ.* 2006, 2, pp. 247 ss..

In realtà non sempre è vero che l'investitore si comporta come l'*homo oeconomicus* razionale della teoria economica classica (cfr. AMMANNATI L., *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, in www.rivistadirittoalimentare.it,

dei mercati finanziari tutta l'importanza dell'informazione viene in rilievo. Si tratta, infatti, sì di un "mercato", ove vengono acquistati prodotti, ma di un mercato *sui generis*, con delle peculiarità tali da richiedere una disciplina apposita: «In un mercato nel quale i prodotti in vendita non si pesano, non si toccano, non si assaggiano, non si apprezzano con lo sguardo, ma il cui valore è in larga misura dipendente da vicende e prospettive sottostanti, è chiaro che solo chi è correttamente informato è in condizione di perseguire e tutelare razionalmente i propri interessi»²⁵. Si consideri inoltre che, proprio a causa della peculiarità dei prodotti scambiati, «[l]'informazione (...) fa il prezzo del prodotto finanziario sul mercato; ed il prezzo, a propria volta, esprime la sintesi delle informazioni di cui il mercato dispone. Un'informazione corretta e completa consente dunque che i prezzi siano

Anno VI, n. 1 – gennaio-marzo 2012 p. 4: «l'esperienza dei mercati finanziari mostra come il comportamento dei soggetti di mercato non si struttura sempre in condizioni di valutazione razionale delle informazioni a loro destinate. Infatti i mercati, e quelli finanziari al massimo grado, evidenziano forti elementi di irrazionalità che si condensano in un generalizzato atteggiamento di sfiducia nel corretto funzionamento del mercato stesso. A questo proposito è il caso di ricordare come il dibattito da tempo aperto nell'area delle scienze sociali, giuridiche ed economiche sul tema del "rischio" e della sua possibile regolazione suggerisca che la necessità di prendere decisioni in condizioni di rischio sconta spesso l'impossibilità o l'incapacità di certezze riguardo il comportamento degli altri soggetti di mercato. Quindi il meccanismo della fiducia spesso sostituisce le complesse attività di valutazione delle informazioni come momento propedeutico alla assunzione di decisioni per il futuro»); ma questo non deve portare a diminuire l'impegno verso il perseguimento di una diffusione completa e tempestiva dell'informazione economica rilevante.

²⁵ R. RORDOF, *op. cit.*, p. 773.

significativi e rende il mercato efficiente: nel bene o nel male essa orienta il mercato»²⁶.

Tra le due controparti contrattuali, emittenti ed investitori, i primi posseggono un maggior bagaglio informativo: affinché il mercato operi correttamente occorre che questo *gap* informativo sia colmato. L'asimmetria informativa, infatti, «falsa il rischio, perché lo rende inconsapevole e ciò, alla lunga, potrebbe attentare all'integrità ed all'efficienza del mercato finanziario, perché allontanerebbe da esso progressivamente, ma inesorabilmente i risparmiatori»²⁷.

Non a caso l'asimmetria informativa viene tradizionalmente ricondotta nel novero dei c.d. “fallimenti di mercato”²⁸, ossia situazioni in cui il mercato non riesce a generare il massimo benessere sociale, non raggiunge l'efficienza (l'ottimo) paretiana(-o). Richiamando il celebre studio di Akerlof²⁹, le asimmetrie informative si possono suddividere in due grandi categorie: i) la selezione avversa (*adverse selection*, o informazione nascosta, *hidden information*), che si realizza nella fase precontrattuale, prima dell'instaurarsi del rapporto tra emittente ed investitore, quando una delle due parti (*i.e.*

²⁶ R. RORDOF, *op. cit.*, p. 773.

²⁷ PISANI MASSAMORMILE A., *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa titoli di credito* 2005, 6, p. 768.

²⁸ Tra i molti, cfr. GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 13.

²⁹ AKERLOF G.A., *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quart. J. Econ.*, 84, 1970, p. 488. V. altresì MONTI E., *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria* 1995, 4, p. 10 s., il quale riguarda le conseguenze per i mercati finanziari dell'esistenza di asimmetrie informative sotto la lente della teoria di Akerlof.

l'emittente) ha maggiori informazioni sulle caratteristiche del bene; la selezione avversa fa sì che l'investitore non sia in grado di determinare la solvibilità dell'emittente prima che si instauri la relazione di credito, non essendo in grado di distinguere tra le diverse categorie di emittenti (più o meno affidabili), con la conseguenza negativa che «il tasso di interesse che si determina sul mercato è troppo alto per gli emittenti con una bassa probabilità di insolvenza ed è troppo basso per quelli con alta probabilità di insolvenza. Ne deriva che, nel breve periodo, sul mercato restano solo gli emittenti con un'alta probabilità di insolvenza, poiché per gli altri il tasso di interesse è troppo alto ed essi tendono a cercare canali alternativi. Nel lungo periodo avviene un deterioramento dello standard qualitativo del mercato con una riduzione del volume degli scambi e un aumento del tasso di interesse»³⁰; ii) l'azzardo (o rischio) morale (*moral hazard*, o azione nascosta, *hidden action*), che si verifica nella fase post-contrattuale, ossia nel momento in cui il contratto tra emittente ed investitore è già concluso e ciascuna delle parti è obbligata ad effettuare la propria prestazione, ma la condotta di una parte (agente) non può essere monitorata dalla controparte (principale), sicché il primo non avrà interesse ad agire in modo da tutelare anche l'interesse della controparte; in tale ipotesi «[u]na volta stipulato il contratto, l'emittente può comportarsi in maniera differente da quanto pattuito sfruttando in maniera opportunistica l'asimmetria informativa, specie se si considera che il merito di credito non è facilmente monitorabile in maniera continua da parte dell'investitore. L'effetto del comportamento opportunistico è rappresentato da una distorsione degli

³⁰ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, Il Mulino, Bologna, 2009, p. 76.

effetti del contratto con una perdita di efficienza in termini di benessere. In questo caso, una volta che l'emittente ha stipulato un contratto con l'investitore sulla base di un determinato merito di credito al quale corrisponde un determinato tasso di interesse, può porre in essere comportamenti che determinano una diminuzione dei suoi standard creditizi»³¹.

Da quanto sin qui detto si comprende come, se già in generale le informazioni sono particolarmente importanti, ancor più lo sono le informazioni finanziarie: «Spostatosi l'asse della ricchezza verso il mondo dell'immateriale, la fonte di essa è la conoscenza ed il mercato si presenta sempre più “*come un sistema di informazioni decentralizzate e spontanee*” fra le quali il diritto ha allora il compito di mantenere o restaurare una piena simmetria. Ora, se questo è vero in linea generale, lo è ancor di più nel mercato finanziario, dove a ben vedere i prodotti che si scambiano consistono in *promesse* (di restituzione e remunerazione di capitali), incorporate in “titoli” dalla regolamentazione più o meno sofisticata e comunque, ormai, perlopiù dematerializzati, ceduti a fronte, tuttavia, di un immediato trasferimento del corrispettivo pecuniario»³².

L'estrema rilevanza dell'informazione finanziaria è data dal fatto che la stessa serve ad attuare valori quali la stabilità ed integrità dei mercati finanziari, la sicurezza degli investimenti, la tutela del risparmio, la concorrenza fra le imprese³³.

All'interno dei mercati finanziari opera una particolare categoria di *gatekeepers*, i c.d. *market gatekeepers*, i quali

³¹ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 77.

³² PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, p. 764.

³³ ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit. pp. 934 s..

possono essere definiti come «reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors»³⁴. Si tratta di tutti quei soggetti che svolgono la propria attività di *gatekeeping* all'interno dei mercati finanziari, veicolando le scelte di investimento o di disinvestimento, consentendo o precludendo l'accesso a determinati mercati (ad esempio, società di revisione, banche d'affari, amministratori non esecutivi ed indipendenti, sindaci, studi legali, agenzie di *rating*, assicuratori della responsabilità civile degli amministratori, analisti finanziari³⁵, etc., in generale soggetti che hanno la capacità di monitorare e controllare la divulgazione di notizie di rilievo economico-finanziario³⁶). L'importanza

³⁴ COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid* (July 30, 2002). *Columbia Law & Economics Working Paper No. 207*, <http://ssrn.com/abstract=325240> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.325240>, p. 5. Quanto ai *verification and certification services to investors*, prosegue l'A.: «These services can consist of verifying a company's financial statements (as the independent auditor does), evaluating the creditworthiness of the company (as the debt rating agency does), assessing the company's business and financial prospects vis-a-viz its rivals (as the securities analyst does), or appraising the fairness of a specific transaction (as the investment banker does in delivering a fairness opinion). Attorneys can also be gatekeepers when they lend their professional reputations to a transaction, but, as later discussed, the more typical role of attorneys serving public corporations is that of the transaction engineer, rather than the reputational intermediary».

³⁵ GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 322-323.

³⁶ Sul ruolo dei *gatekeepers* cfr. TUCH A.F., *Multiple Gatekeepers* (March 23, 2010). *Virginia Law Review*, Vol. 96, Issue 7, pp. 1583-1672, 2010; *Sydney Law School Research Paper No. 10/33*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1577405>, pp. 1594-1595: «A key feature of gatekeepers is their role in economizing on the information costs that exist due to information asymmetry

dei *market gatekeepers* discende dal grande rilievo che i mercati finanziari hanno assunto nelle economie moderne: mercati che svolgono un ruolo di primaria importanza tanto per i risparmiatori (che ivi fanno sovente confluire gran parte dei propri risparmi) quanto per le imprese (che ivi possono trovare fonti di finanziamento per la propria crescita), nonché, in definitiva, per le economie nazionali e per il sistema finanziario nel suo complesso.

Occorre, allora, delimitare ulteriormente il campo di indagine, ch  moltissime sono le informazioni che circolano sui mercati finanziari, ciascuna delle quali prodotta da una specifica fonte (molteplici sono i *market gatekeepers*, i quali, al di l  dell'etichetta comune, presentano profili molto diversi l'uno dall'altro; tra le varie fonti delle informazioni finanziarie possiamo ad esempio ricordare i giornalisti finanziari, le societ  di revisione, etc.) ed avente un preciso contenuto (ad es. la correttezza

between the two sides to a business transaction. In the context of a securities offering, where this role is most salient, investors face high costs associated with acquiring information with which to accurately value the assets to be transferred and greet a corporation's disclosures with caution, aware of its incentives to mislead. By associating themselves with a transaction by acting for the corporate issuer, gatekeepers certify that corporation's disclosures. Gatekeepers thus represent a response – either legal or market, depending on whether the gatekeeper's role is legally mandated – to the problem of information asymmetry. Gatekeeper certifications provide a measure of assurance to investors as to the accuracy of corporate disclosures, reducing the extent to which investors, fearing they will be sold “lemons,” discount the value of the asset being sold. In metaphorical terms, gatekeepers are regarded as renting their reputations to corporations, a function that economizes on information costs and creates value for the relevant corporations. Gatekeepers thus function as so called reputational intermediaries».

della contabilità dell'impresa, l'affidabilità creditizia di un soggetto, etc.).

Nel presente lavoro ci si occuperà delle informazioni contenute e veicolate attraverso i giudizi di *rating* del credito: fonte dell'informazione è, dunque, il *rater* (società/agenzia di *rating*), mentre il contenuto dell'informazione è il merito di credito dell'entità oggetto della valutazione.

CAPITOLO II

LE AGENZIE DI *RATING* DEL CREDITO

SOMMARIO: 1. Le agenzie di *rating* del credito: cenni introduttivi – 2. Breve storia della nascita e della diffusione delle agenzie di *rating* del credito – 3. (segue) Agenzie di *rating* nazionali, regionali e globali – 4. Il *rating* del credito: che cosa è ed attraverso quale procedimento viene assegnato – 5. L'importanza del *rating* del credito e le agenzie di *rating* quali *market gatekeepers* – 6. Il ruolo delle agenzie di *rating* nelle recenti crisi finanziarie: dall'*Asian flu* alla crisi dei debiti sovrani

1. Le agenzie di *rating* del credito: cenni introduttivi

Le agenzie di *rating* del credito¹ sono soggetti di diritto privato² la cui attività principale e caratterizzante

¹ “Agenzie di *rating* del credito” è l'espressione completa per riferirsi ai soggetti che emettono valutazioni sul merito creditizio di emittenti e/o di singole emissioni; tuttavia, per semplicità, si è soliti elidere la parte finale (si è, cioè, soliti utilizzare la locuzione abbreviata “agenzie di *rating*” *tout court*). Si è ritenuto importante premettere questo chiarimento in quanto il termine “*rating*”, di per sé, indica semplicemente una misura qualitativa, che può riferirsi a vari ambiti. Oltre ai *credit rating* esistono, difatti, anche *non credit rating*, «relativi alla valutazione di altre caratteristiche del soggetto analizzato (ad esempio, *rating* assegnati alle capacità gestionali dei Cdo asset manager)» (MANCINELLI L., *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria* 2005, 3, 55). Esempio di *non credit rating* è il c.d. *rating* etico, ossia un giudizio relativo alle imprese basato su criteri etici, sociali o ambientali: cfr. TONELLO M., *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, 3, p. 933 ss., nonché art. 117 *ter* del d.lgs. n. 58 del 1998. Un tipo di *rating* etico è il c.d. *rating* di legalità, nato nel 2012 e destinato alle imprese italiane; per approfondimenti sul punto si rinvia al sito dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM), alla pagina dedicata al *rating* di legalità: <http://www.agcm.it/rating-di-legalita.html>). Nel corso del presente lavoro ci si riferirà esclusivamente al *rating* del merito creditizio, basato su criteri valutativi di natura finanziaria e volto a misurare la solidità economico-finanziaria di un emittente o di una singola emissione.

Si ricorda, inoltre, che l’attività di *rating* del credito può avere ad oggetto anche la misurazione della capacità di credito dei consumatori e, più in generale, delle persone che non svolgano attività d’impresa (cfr. DRIGO F., *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all’informato. L’esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.* 2006, 2, p. 505, nt. 46). Tra i sistemi informativi che in tale ambito contribuiscono a ridurre le asimmetrie informative si ricordano le centrali rischi, che forniscono informazioni sulla posizione creditizia dei clienti; ne esistono sia di pubbliche che di private. A livello pubblico esiste la Centrale dei Rischi (CR), un sistema informativo sull’indebitamento della clientela verso le banche e le società finanziarie (intermediari) che fa capo alla Banca d’Italia. La Centrale dei Rischi ha i seguenti obiettivi: 1) migliorare il processo di valutazione del merito di credito della clientela; 2) innalzare la qualità del credito concesso dagli intermediari; 3) rafforzare la stabilità finanziaria del sistema creditizio (fonte:

http://www.bancaditalia.it/statistiche/racc_datser/intermediari/centralrisk). La differenza tra le centrali rischi e le agenzie di *rating* si coglie, oltre che nella diversità dell’oggetto della valutazione, in ciò: «[r]ispetto ai credit registries pubblici e privati (ad esempio, in Italia, la Centrale dei Rischi), che contribuiscono anch’essi alla riduzione delle asimmetrie informative fornendo notizie sulla credit history di un emittente, le agenzie di *rating* effettuano analisi aggiuntive dei fattori correnti e prospettici che possono influenzare il merito creditizio nel futuro» (MANCINELLI L., *op. cit.*, p. 55, nt. 4).

consiste nel rilasciare valutazioni sul merito creditizio di emittenti e/o degli strumenti finanziari dagli stessi emessi (*credit rating*).

Tali differenti tipologie di *rating* non saranno oggetto della presente trattazione.

Sulla pluralità di significati che il termine *rating* ha assunto cfr. PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 251: «*Rating* sta diventando un'espressione di uso comune, specie da parte dei *mass media*; e, come tipicamente accade quando un termine tecnico settoriale ha successo e viene volgarizzato, la parola viene spesso utilizzata con un significato diverso da quello suo proprio nell'ambito originario, vale a dire il *credit rating*. Solo esemplificativamente e aneddoticamente può ricordarsi che: 1) una recente legge prevede il c.d. *rating* di legalità delle imprese (art. 5-ter d.l. 1/2012 conv. in l. 27/2012; 2) l'espressione è sempre più frequente nel settore universitario ove è stato avviato il c.d. *rating* delle riviste e delle pubblicazioni scientifiche e il termine è così diffuso che un editoriale su un noto giornale è intitolato *Il rating della scuola* (Simone, su "La Repubblica", 3 ottobre 2012; 3) il maggiore quotidiano economico nazionale ha avviato un osservatorio sull'attuazione concreta delle diverse manovre del governo Monti e l'ha denominato "Rating24"; 4) mi è capitato di vedere la pubblicità del libro di un architetto intitolato *Il rating dell'involucro edilizio*».

² In particolare, «[l]e agenzie di *rating* si possono ascrivere alla categoria delle imprese multinazionali, infatti, esse vendono un servizio, il *rating*, allo scopo di ottenere un profitto» (PILUTTI E., *Le agenzie di rating come strumento di controllo sulla global governance*, in *Riv. coop. giur. int.* 2012, 42, p. 189).

Il termine "agenzia", riferito a soggetti di diritto privato, non pare essere del tutto corretto: «[a]lthough many call them agencies, this term is deceiving in that an agency is somehow attributed to the state or the government but these have nothing to do with the state, they would rather be called firms as suggested in White (2001)» (ORHAN M. e ALPAY R., *op. cit.*, p. 2).

Più precisamente, secondo la definizione accolta dall'art. 3, par. 1, lett. b) del Regolamento CE n. 1060 del 2009, l' "agenzia di *rating* del credito" è «una persona giuridica la cui attività include l'emissione di rating del credito a livello professionale»³.

Le agenzie di *rating* sono, dunque, persone giuridiche che svolgono un'attività imprenditoriale privata, consistente nell'analisi e nella valutazione di dati ed

³ Secondo il Codice IOSCO (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, emanato nel dicembre 2004 e rivisto nel maggio 2008, disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>), «[f]or the purposes of the Code Fundamentals, the terms "CRA" and "credit rating agency" refer to those entities whose business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers of debt and debt-like securities. For the purposes of the Code Fundamentals, a "credit rating" is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system. As described in the CRA Report, credit ratings are not recommendations to purchase, sell, or hold any security» (p. 3). Secondo il CRARA, Sec. 3(a)(60)(61), «“(60) CREDIT RATING.—The term ‘credit rating’ means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments. “(61) CREDIT RATING AGENCY.—The term ‘credit rating agency’ means any person—
“(A) engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company;
“(B) employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and
“(C) receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof».

informazioni ai fini dell'emissione, del monitoraggio e della (eventuale) revisione di un *rating* del credito relativo ad un emittente e/o ad una singola emissione.

Lo scopo dell'attività di *rating* del credito è quello di superare (o, quantomeno, di ridurre) le asimmetrie informative esistenti tra i due lati del mercato (quello della domanda, rappresentato dagli investitori, e quello dell'offerta, rappresentato dalle imprese), «sia “nelle fasi di *screening* e di monitoraggio delle varie opportunità di finanziamento”, sia nella fase di mantenimento o di cessione dei titoli»⁴, offrendo una valutazione prognostica circa l'effettiva capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente i propri debiti alla scadenza (restituzione del capitale e pagamento degli interessi).

L'appianamento (o, più realisticamente, la riduzione) del dislivello informativo produce benèfici vantaggi a favore di entrambe le parti: da una lato, gli investitori traggono vantaggio dal fatto di poter disporre di una maggior mole di informazioni sulle quali basare le proprie scelte di investimento (acquisto-mantenimento-dismissione dei titoli), scelte che saranno più informate e, quindi, più consapevoli ed aderenti agli obiettivi individuali; dall'altro, il vantaggio per gli emittenti è duplice, ossia i) da un lato, quello di ridurre i costi di raccolta del capitale di credito (a patto, però, di ottenere un giudizio positivo, di livello *investment grade*)⁵, e ii)

⁴ FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impr.* 2012, 1, p. 181.

⁵ Sulla c.d. *signaling theory*, che permette agli emittenti dotati di un miglior merito creditizio di comunicare questa informazione agli investitori in modo tale da ricevere una migliore valutazione dal mercato, cfr. PICARDI L., *op. cit.*, p. 717, nt. 11, ove ulteriori riferimenti. In particolare, «[t]he basic good produced by credit rating agencies can be described from the issuers' perspective as a

dall'altro quello di permettere agli emittenti nuovi ed a quelli comunque meno noti al pubblico degli investitori di fare il loro ingresso sul mercato finanziario «annullando le barriere costituite dalla scarsa notorietà»⁶.

In conclusione, l'attività di *rating* del credito – ove correttamente svolta – si rivela di indubbia utilità tanto per gli investitori quanto per gli emittenti, consentendo una migliore allocazione delle risorse che va a vantaggio non solo dei singoli, ma altresì dell'intero sistema economico nel suo complesso.

signaling service. In an analytical process the agencies gather financial and other data and publish a neutral opinion about the true credit quality of an issuer or a debt security. These opinions are indicators covering the potential for credit loss resulting from delays in payment or the failure to pay» (DITTRICH, FABIAN, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation* (June 4, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991821> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.991821>, p. 10).

⁶ MONTI E., *op. cit.*, p. 16.

2. Breve storia della nascita e della diffusione delle agenzie di *rating* del credito⁷

Prima di addentrarsi nell'analisi delle caratteristiche che contraddistinguono le agenzie di *rating* del credito, e per comprendere appieno il ruolo che le stesse hanno ricoperto e tuttora ricoprono nell'attuale sistema economico-finanziario, nonché i loro eventuali profili di responsabilità, pare opportuno soffermarsi brevemente sull'origine e sull'evoluzione dell'attività di *rating* del credito.

Il periodo a cavallo tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo è interessato da una fase di rapida espansione economica, caratterizzata da importanti cambiamenti sia a livello tecnologico che sociale. La produzione aumenta, gli scambi si intensificano, le distanze tra operatori commerciali si amplificano. In questa favorevole congiuntura economica le imprese prosperano e si espandono, ma per fare ciò hanno bisogno di avere a

⁷ Per ulteriori approfondimenti sulle origini e lo sviluppo delle agenzie di *rating* si rinvia, tra i molti, a FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 21 ss.; HILL C.A., *Regulating the Rating Agencies. Washington University Law Quarterly*, Vol. 82, pp. 46 ss., 2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=452022>; CANTOR R. e PACKER F., *The Credit Rating Industry, FRBNY Quarterly Review / Summer-Fall 1994*, http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.html, pp. 1 ss.; SYLLA R., *A Historical Primer on the Business of Credit Rating*, Prepared for conference on "The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy," The World Bank, Washington, DC, March 1-2, 2001, disponibile all'indirizzo http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/historical_prime_r.pdf.

disposizione sempre maggiori capitali da investire nella produzione; tali capitali possono essere raccolti tra il pubblico indifferenziato degli investitori⁸, i quali, però, per determinarsi ad investire devono essere convinti della bontà del loro investimento. Passando all'altro lato del mercato, il periodo in esame vede aumentare la platea degli investitori, e, di conseguenza, la domanda di informazione sulle imprese che gli stessi richiedono (all'epoca interessavano, in particolar modo, le imprese ferroviarie).

Il panorama economico muta rapidamente, diventando sempre più vasta e dinamica; un nuovo mercato globalizzato si affaccia sulla scena mondiale. Ed è proprio in questa fase di espansione economica che si colloca la nascita delle agenzie di *rating* del credito.

Le agenzie di *rating* del credito sono un fenomeno di origine statunitense. Esse nascono negli Stati Uniti d'America agli inizi del XX secolo in risposta alle nuove esigenze di un mercato sempre più vasto e dinamico, caratterizzato da una crescita sempre più rapida, sia in termini di quantità degli scambi sia in termini di aumento delle distanze tra gli operatori commerciali⁹.

⁸ Cfr. HILL C.A., *op. cit.*, p. 46: «Starting in the early 1900s, industries began to need more capital than they could raise through “relational” means; rating agency ratings helped investors who did not know the people involved in a business venture to appraise the costs and benefits of investing in the venture».

⁹ Precorritrici delle agenzie di rating del credito (*bond rating agencies*) sono state, nel XIX secolo, le *mercantile credit agencies* (CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, pp. 1 s.). La necessità di valutare la bontà degli strumenti finanziari emerge, infatti, nella prima metà del XIX secolo; in particolare «[t]he rating of the securities were realized as a must after the financial crisis in 1837. Lewis Pappan who had lost his silk business in the 1837 crisis had established the

first credit rating firm in 1841 in New York: The Mercantile Agency. In 1849 John Brad had published the first book on credit rating and by 1890 Poor's Publishing Company started to publish the manual in which they analysed numerous investment alternatives. The improvement of the CRAs that were initiated in the 19th century are paralleled to the development and sophistication of the financial markets» (ORHAN M. e ALPAY R., *op. cit.*, p. 2). Secondo SILLA, RICHARD, *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings, Prepared for conference on "The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy"*, The World Bank, Washington, DC, March 1-2, 2001, http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/historical_prime_r.pdf, le agenzie di rating rappresentano una fusione delle funzioni svolte da tre istituzioni che le hanno precedute: «One is the credit-reporting (not rating) agency. Another is the specialized financial press. A third is the investment banker» (p. 7).

In Italia, il termine di paragone più prossimo sembra individuarsi nelle *agenzie di informazioni commerciali*, nate a cavallo tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo. Scopo di tali agenzie era quello di «fornire ai propri clienti, dietro compenso, delle informazioni sulla solvibilità e moralità dei commercianti (DI NOLA A., *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, in *Riv. dir. comm. indust. maritt.* 1904, II, I, p. 345). Cenni sull'esperienza delle agenzie di informazioni commerciali si trovano anche in ALPA G., *Il danno da informazione economica*, in *Riv. not.* 1977, 6, pp.1096 ss. e 1098 ss. e ID., *Il problema della atipicità dell'illecito*, Jovene, Napoli, 1979, pp. 188 s., ove l'A. sottolinea l'immotivato *favor* per le agenzie commerciali degli orientamenti invalsi in dottrina all'epoca, ricollegandolo all'ideologia liberista di quel periodo. «Tuttavia, nonostante l'indubbia utilità della attività da esse svolte, le agenzie di informazioni commerciali ebbero scarsa diffusione in Italia ed oggi la raccolta di informazioni sul conto delle imprese e sulla affidabilità finanziaria delle stesse è svolta soprattutto nel circuito bancario» (FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 187, nt. 20, ove ulteriori riferimenti sulla responsabilità delle agenzie di informazioni commerciali).

Il crescente numero di attori che si muovono sulla scena economica nonché le sempre maggiori distanze che separano gli operatori economici e commerciali fanno ben presto sorgere la necessità di apprestare degli strumenti capaci di colmare le lacune informative che inevitabilmente vengono ad accompagnare il nuovo mercato. Se molteplici sono le possibili controparti contrattuali, alcune delle quali situate anche a distanze notevoli, operanti su piazze fisicamente lontane e di cui non si ha una conoscenza diretta, diventa estremamente difficile stabilire quali di esse presentino un buon livello di affidabilità e quali invece no, quale sia il merito di credito (*creditworthiness*) di ciascuna di esse, quali presentino il maggior rischio di insolvenza e così via; per poter fare previsioni realistiche e scelte ponderate occorre colmare queste asimmetrie informative, creando degli strumenti *ad hoc* capaci di segnalare la bontà (il merito) del credito di un emittente o di una singola emissione.

Valutare il rischio di credito di un soggetto significa stabilire qual è il rischio che detto soggetto (debitore) non assolva alla scadenza prevista, in tutto o in parte, gli obblighi di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi nei confronti del proprio creditore; il merito di credito corrisponde, dunque, alla capacità di rimborso del prestito da parte dei soggetti che richiedono credito.

Valutare il merito creditizio di un soggetto è operazione tutt'altro che semplice, che richiede elevate competenze professionali che solamente soggetti esperti possiedono. Nel caso in cui oggetto della valutazione sia un'impresa (e non un singolo individuo), l'operazione risulterà ancora più complessa, in quanto occorrerà tener conto di un'ingente e complessa mole di informazioni, quali i dati risultanti dal bilancio, l'organizzazione aziendale, gli studi di settore, il piano industriale, etc., di

non semplice lettura ed interpretazione, soprattutto per un occhio inesperto.

Ecco allora che si manifesta l'esigenza di disporre di indicatori sintetici che, partendo da un gran numero di informazioni e dati tra loro eterogenei, operino una *reductio ad unum* dei medesimi, apprestando uno strumento riassuntivo e facilmente intellegibile anche ad un pubblico inesperto, che offra un'indicazione semplice e sintetica dell'affidabilità creditizia del soggetto o dello strumento finanziario sottoposto a valutazione: tale esigenza viene intercettata dalle agenzie di *rating* del credito, che assumono su di sé il non facile compito di classare il merito creditizio degli emittenti e delle rispettive emissioni.

Insomma, «[l]e agenzie di *rating* sono nate insieme ai mercati finanziari moderni e, in un certo senso, ne hanno condizionato lo sviluppo»¹⁰.

L'attività delle agenzie di *rating* del credito affonda del proprie radici nel giornalismo economico¹¹. Il primo *rating* venne pubblicato a opera di John Moody negli Stati Uniti nel 1909, quando il mercato obbligazionario esisteva ormai da almeno tre secoli¹². In particolare, nel 1909 John

¹⁰ SZEGO B. e GOBBO G., *op. cit.*, p. 337.

¹¹ PIANESI L., *op. cit.*, p. 183

¹² Cfr. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 21 ss., i quali notano come le agenzie di *rating* siano apparse sulla scena dei mercati finanziari quando il mercato obbligazionario esisteva già da almeno tre secoli e, conseguentemente, si domandano come mai le agenzie di *rating* siano apparse così tardi nella storia dei mercati finanziari; la risposta è che «[g]li investitori non sentirono per così lungo tempo l'esigenza di avere un rating perché la maggior parte delle obbligazioni erano «sovrane» o garantite dallo stato e quindi era ragionevole assumere la piena

Moody pubblicò il primo *rating manual* (intitolato *Moody's Analysis of Railroad Investments*) e cominciò così ad organizzare la nascita della prima di agenzia di *rating* del credito della storia. Inizialmente le informazioni fornite riguardavano la qualità delle obbligazioni emesse dalle imprese ferroviarie, che all'epoca stavano estendendo la loro rete di infrastrutture ed avevano perciò necessità di reperire nuovi capitali per finanziare le nuove opere. L'intuizione di Moody fu quella di offrire agli investitori un servizio che mettesse a disposizione informazioni sempre aggiornate: in particolare, l'innovazione di Moody è consistita «nell'organizzare un servizio di pony dedicato a portare celermente informazioni sulla situazione e lo stato di avanzamento dei lavori ferroviari dell'Ovest. (...) Non a caso (...) questa attività parte nel 1909, allorché gli investitori a New York sono ancora impauriti dalle conseguenze della grave crisi finanziaria del 1907»¹³. Il *Moody's Analysis of Railroad Investments* riscosse successo tra gli investitori, tanto che le informazioni sulla qualità delle obbligazioni emesse dalle imprese ferroviarie furono «da vere e proprie certificazioni»¹⁴, capaci di orientare il pubblico degli investitori.

L'esempio di Moody's venne ben presto seguito da Poor's Publishing Company nel 1916, da Standard Statistics Company nel 1922 e da Fitch Publishing Company nel 1924; nel 1942 Poor's e Standard si fusero insieme, dando vita all'agenzia di *rating*

solvibilità delle stesse» (p. 22). Per maggiori approfondimenti sul punto si rinvia a SYLLA R., *op. cit.*.

¹³ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 25.

¹⁴ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 25.

Standard&Poor's¹⁵. Il mercato del *rating* divenne ben presto un oligopolio¹⁶.

Nel loro primo secolo di vita le agenzie di *rating* hanno vissuto fortune alterne.

In un primo periodo, compreso tra la nascita delle prime società di *rating* sino agli inizi degli anni '30 del secolo scorso, i *rating* del credito non ebbero alcun valore legale. Le agenzie di *rating* riuscirono ad affermarsi in quanto il servizio dalle stesse offerto intelligentemente intercettava le esigenze del momento, fornendo agli investitori che si affacciavano sul mercato obbligazionario statunitense una guida che permetteva loro di orientarsi nel nuovo, vasto e dinamico panorama finanziario. Essendo i neo-nati giudizi di *rating* del credito ancora privi di qualsivoglia valore legale, gli stessi si affermarono esclusivamente in virtù dell'operare delle forze di mercato: essi soddisfacevano la domanda di informazione degli investitori, i quali erano disposti a pagare dei canoni di abbonamento per venire a conoscere le valutazioni delle

¹⁵ JEON D.S. e LOVO S., *op. cit.*, p. 2.

¹⁶ Cfr. KORMOS. B.J., *Quis Custodiet Ipsos Custodes? Revisiting Rating Agency Regulation* (October 14, 2008). *International Business Law Journal*, Vol. 4, p. 569, 2008. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1085132>, p. 3: «Already, by 1941, the CRA market was aiming toward oligopoly, with Standard's merger with Poor's, to form Standard & Poor's (S&P). Since 2000, there are only three major players in the U.S. CRA market, after Fitch acquired Phelps & Dunlop and Thomson BankWatch, two other smaller CRAs; Fitch remains the smallest of the U.S. trio, despite its recent growth. Also in 2000, S&P acquired Canadian Bond Rating Services (CBRS), leaving Dominion Bond Rating Service, formed in 1976, as the only Canadian CRA firm competing with S&P, Moody's, and Fitch in the North American market».

agenzie¹⁷. All'origine del fenomeno i giudizi di *rating* venivano, dunque, remunerati direttamente da parte degli investitori, che li compravano per poter pianificare al meglio le proprie operazioni di investimento: i *rating* venivano pubblicati su manuali (*manuals*) appositamente redatti dalle agenzie e poi acquistati dagli investitori. Si tratta del c.d. modello *investor pays* (o *investor paid model*), per cui le agenzie di *rating* ricevono il proprio compenso direttamente dagli utenti del *rating*, mentre gli emittenti, soggetti terzi rispetto alle agenzie, costituiscono solamente l'oggetto delle valutazioni.

A partire dagli anni '30 del Novecento importanti modificazioni nel panorama economico generale condussero ad importanti cambiamenti che coinvolsero anche il mercato del *rating*. In particolare, a seguito della grande crisi del 1929 (crisi economico-finanziaria che, originatasi dagli Stati Uniti, sconvolse l'economia mondiale e produsse gravi effetti recessivi negli anni seguenti), il *rating* cominciò ad essere utilizzato come vero e proprio strumento di regolamentazione: alle banche statunitensi vennero, infatti, posti limiti all'acquisto di obbligazioni che non avessero ottenuto un *rating* di livello *investment grade* da parte di almeno due agenzie di *rating*¹⁸. I giudizi di *rating* vennero così per la prima volta

¹⁷ Cfr. PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., p. 68.

¹⁸ In particolare, «[n]el 1931 l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) impose alle banche di valutare ai prezzi correnti di mercato “any bonds in their portfolios that were below ‘investment grade’”; il medesimo Ufficio nel 1936 stabilì una misura ancor più draconiana, consistente nel divieto di “hold bonds in their portfolios that were below investment grade”» (PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 255).

ad assumere, a limitati fini di vigilanza prudenziale nella regolamentazione del settore bancario, valenza regolamentare^{19 20}, anche se nulla venne specificato in merito a quali caratteristiche le agenzie dovessero possedere affinché i rispettivi *rating* potessero essere utilizzati a fini regolamentari.

Negli anni successivi non si registrarono novità di rilievo, sino ad arrivare alla metà degli anni '70 del secolo scorso, periodo in cui si affacciarono importanti cambiamenti²¹.

Prima importante novità fu rappresentata dall'utilizzo sempre più intenso e pervasivo dei *rating* a fini regolamentari da parte della SEC²², la quale incorporò i

Sui primi interventi normativi del legislatore statunitense cfr. altresì, PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.* 2010, 1, I, p. 123, nt. 4.

¹⁹ PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit..

²⁰ Partnoy spiega l'aumento della richiesta di *rating* negli anni '30 del secolo scorso nei seguenti termini: «The regulatory license view thus explains the paradox of credit ratings during this period. Rating agencies became more important and more profitable, not because they generated more valuable information, but because they began selling more valuable regulatory licenses» (PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, in R. M. Levich-G. Majnoni-C. Reinhart (a cura di), *Rating, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, 2002, p. 72).

²¹ Parla di vero e proprio «cambiamento epocale» PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 123

²² La SEC (*Securities and Exchange Commission*) è un ente federale statunitense fondato nel 1934, durante la Grande Depressione che seguì la crisi del 1929, con lo scopo di vigilare sul corretto funzionamento dei mercati mobiliari. L'analogo ente italiano è la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la

rating nella regolamentazione del mercato mobiliare; quello della SEC non rimase un esempio isolato, e venne ben presto seguito anche da altri regolatori. A questo utilizzo sempre più pervasivo dei *rating* si accompagnò l'istituzione, da parte della SEC, della categoria delle NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*), ossia quella categoria di agenzie di *rating* del credito i cui giudizi possono essere utilizzati negli Stati Uniti a fini regolamentari^{23 24}.

Altra importante novità fu il mutamento del modello di remunerazione delle agenzie di *rating*: l'originario modello *investor pays*, in base al quale le agenzie di *rating* venivano remunerate direttamente dagli investitori che si avvalevano dei giudizi di *rating*, venne sostituito dal nuovo modello c.d. *issuer pays* (o *issuer paid model*), in base al quale sono gli emittenti a chiedere (e, di

Borsa). Per ulteriori informazioni si veda il sito della SEC all'indirizzo <http://www.sec.gov/>.

²³ Cfr. PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit..

²⁴ PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., pp. 123-124: «Il primo intervento regolamentare realmente incisivo in tale direzione si ebbe nel 1975, quando la SEC, con la *Rule 15c3-1*, propose di stabilire per i *securities broker-dealers* dei requisiti minimi di capitale connessi alla qualità dei *bonds* detenuti nel loro portafoglio, utilizzando a tal fine il *rating* ad essi attribuito come parametro essenziale per la loro valutazione. In tale occasione la SEC fece una cruciale distinzione, individuando la categoria delle “*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*” (in seguito NRSRO), le quali venivano ad essere le uniche agenzie legittimate a fornire dei *rating* validi ai fini della valutazione dei requisiti minimi del capitale (le tre maggiori agenzie operanti all'epoca come oggi, ossia Moody's, S&P e Fitch, furono immediatamente riconosciute come NRSRO)».

conseguenza, a versare il corrispettivo per) la valutazione di sé medesimi o degli strumenti dagli stessi emessi. Il passaggio dal modello di *business investor pays* all'opposto modello *issuer pays* è stato spiegato dalla dottrina facendo ricorso a diversi argomenti; ed in effetti è probabile che tale cambiamento derivi dall'insieme di più fattori tra loro concomitanti. Due i più rilevanti²⁵. In primo luogo, è stato posto in evidenza come sia emerso in quel periodo un problema nuovo (quantomeno nella sua portata) per le agenzie di *rating*, ossia quello del *free riding*²⁶: la diffusione delle macchine fotocopiatrici, che consentivano di riprodurre testi rapidamente ed a costi contenuti, aveva reso sempre meno conveniente per le agenzie di *rating* emettere giudizi, che potevano essere acquistati da un numero limitato di investitori e poi da questi facilmente diffusi ad altri investitori che non li avevano acquistati attraverso l'utilizzo, appunto, delle macchine fotocopiatrici²⁷. Se, da un lato, questo spiega

²⁵ Cfr. PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, op. cit., p. 123.

²⁶ Il problema del *free-rider* (o *free-riding*) può essere sinteticamente indicato come quel fenomeno in base al quale coloro che non hanno pagato per ottenere l'informazione ciò nonostante ne usufruiscono, a scapito di quegli operatori che per ottenere quelle informazioni hanno dovuto sostenere un costo.

²⁷ Cfr. COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 295-296: «Although this change gave rise to an obvious conflict of interest problem, it made sound economic sense, because it solved the “free rider” problem that the industry had long faced. Information (including ratings) has the character of a public good; inevitably, information leaks from the subscriber who has paid for it to others who have not. The inability to tax these latter “free riders” implies that the bond rating agency cannot compel all who benefited from its services to pay for the value

perché il modello *investor pays* non incontrasse più le esigenze delle agenzie di *rating*, dall'altro non spiega però come mai gli emittenti siano diventati disponibili ad accollarsi i costi del *rating*, i benefici informativi del quale, si ricorda, vanno a vantaggio, in primo luogo, degli investitori, che possono in tal modo colmare (o, quantomeno, ridurre) l'asimmetria informativa esistente tra il lato della domanda ed il lato dell'offerta.

Se il meccanismo di remunerazione delle agenzie di *rating* si è invertito, accollando i relativi costi in capo agli emittenti, è stato anche perché questi ultimi hanno intuito i potenziali vantaggi che ne sarebbero derivati anche per loro. Il *rating* cominciò, difatti, a rivestire per gli emittenti un ruolo sempre più importante, sia per i suddetti sviluppi

conferred on them. But, by requiring the issuer to pay for its rating, the industry could effectively tax all users of its ratings, because the issuer could pass on the cost of the rating to the bond purchasers in the form of a slightly lower interest rate. Thus, the free rider was at last taxed its fair share of the rating agency's cost». *Contra*, DITTRICH, FABIAN, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation* (June 4, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991821> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.991821>, p. 19: «In the early 1970s, however, all major agencies changed their business model and started to charge issuers for the ratings. One reason cited is the emergence at that time of low cost copiers (e.g., CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 3). On closer inspection, however, establishing intellectual property rights does not seem to be the main problem, as other information providers did not change their fee structure at that time. The reason lies much more in a structural change in demand, as the growing mutual fund industry required a broad and well monitored supply of ratings (Chen 2004, pp. 40-41). The traditional subscription fees could not offset the increasing costs while at the same time the direct value in the eyes of the issuers was increasing. It simply makes sense economically to charge the issuers instead of the investors».

regolamentari statunitensi, che sempre più spesso assumevano come parametro di riferimento il *rating* (prevedendo, ad esempio, che determinati soggetti potessero acquistare soltanto strumenti che avessero ottenuto un *rating* di livello *investment grade*), sia per riacquistare la fiducia degli investitori, gravemente compromessa a seguito del dissesto della Penn Central Corporation²⁸. Durante la recessione economica del 1970 il *default* di Penn Central contribuì, infatti, alla transizione da un modello in cui a pagare i giudizi di *rating* erano gli investitori ad un modello in cui a pagare sono gli emittenti: gli investitori, che sino a quel momento non si erano posti molte domande sul merito creditizio degli emittenti²⁹, divennero più timorosi e più prudenti nelle proprie scelte

²⁸ PICARDI L., *op. cit.*, p. 727.

Sul dissesto di Penn Central cfr. CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 4: «The default of Penn Central on \$82 million of commercial paper in 1970 was a catalyst in the transition to charging issuers. The commercial paper market had grown very rapidly in the 1960s with little regard for credit quality. Investors tended to assume that any firm with a household name was an acceptable credit risk. When Penn Central defaulted during the 1970 recession, investors began to question the financial condition of many companies and refused to roll over their commercial paper. Facing a liquidity crisis, many of these companies also defaulted. To reassure nervous investors, issuers actively sought credit ratings, and it became established market practice that new debt issuers coming to market have at least one credit rating. With the demand for rating services rising, the agencies found they were able to impose charges on issuers. Fitch and Moody's started to charge corporate issuers for ratings in 1970, and Standard and Poor's followed suit a few years later».

²⁹ Cfr. CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 4: «The commercial paper market had grown very rapidly in 1960s with little regard for credit quality. Investors tended to assume that any firm with a household name was an acceptable credit risk».

di investimento. Per assicurare gli investitori e fronteggiare la conseguente crisi di liquidità, gli emittenti decisero di ricorrere ai giudizi emessi dalle agenzie di *rating* al fine di dimostrare la propria solvibilità; tale pratica si è in seguito consolidata e le nuove emissioni sono state nella prassi sempre più spesso accompagnate dalle valutazioni delle agenzie di *rating*³⁰. In tal modo l'emittente che commissiona il giudizio di *rating* può far conoscere la propria capacità di far fronte ai propri debiti a tutti i soggetti a ciò interessati (investitori, creditori) e rendersi maggiormente credibile agli occhi del mercato; ciò permette di diminuire il costo dei finanziamenti (attraverso la corresponsione agli investitori di tassi di interessi più bassi) e di assicurare il successo dei collocamenti azionari (gli investitori, conoscendo la misura del rischio a cui vanno incontro, sono meno spaventati e più propensi ad effettuare nuovi investimenti). In definitiva, se gli emittenti sono stati disposti (e tutt'ora lo sono) ad accollarsi il costo del *rating* è perché il beneficio che ne traggono è superiore al costo dello stesso³¹.

³⁰ CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 4.

³¹ Cfr. PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 73: «Yet economically rational issuers will not pay more for a rating than the expected benefit of the rating. Therefore, the issuer must expect that the rating – and the informational content associated with the rating – will lower the issuer's cost of capital by at least the cost of the rating. Put another way, issuers must expect that they are able to save at least two to three basis points on an issue by having an agency rate it. What is the value issuers are willing to pay for, if it is not information? One answer is that credit ratings are valuable because of an increase in regulatory licenses. (...) Again, according to the regulatory license view, ratings are valuable, not because they are accurate and credible, but because they are the key to reducing costs associated with regulation».

Il passaggio da un modello di remunerazione a quello opposto, sebbene necessitato dalla nuova realtà economica, non è stato indolore ed ha sollevato numerosi dubbi, il dibattito intorno ai quali non si è ancora sopito. Il modello *issuer pays* è stato criticato per diverse ragioni, due quelle principali³². In primo luogo, perché esso favorisce il fenomeno del c.d. *rating shopping*, ossia la possibilità per l'emittente di chiedere diversi *rating* a diverse agenzie e poi rendere pubblico soltanto quello a lui più favorevole; dal momento che dipende dalla volontà dell'emittente la scelta se rendere pubblico oppure mantenere riservato il giudizio ricevuto³³, «an issuer can ask ratings from multiple CRAs and then publicize only the most favorable ratings»³⁴; tra i vari *rating* ricevuti l'emittente deciderà (ovviamente) di rendere noto al pubblico soltanto quello

³² Così JEON D.S. e LOVO S., *Credit rating industry: A helicopter tour of stylized facts and recent theories*, *International Journal of Industrial Organization* (2013), <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijindorg.2013.02.004>, p. 2.

³³ Cfr. COFFEE, JHON, *Turmoil in the U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies. Testimony Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, April 22, 2008*, [http://www.gpo.gov/DDB9B738-1D38-4434-97EF-C70A7409609E/fdsys/pkg/CHRG-110shrg50399/pdf/CHRG-110shrg50399.pdf](http://www.gpo.gov/DDB9B738-1D38-4434-97EF-C70A7409609E/FinalDownload/DownloadId-F667005443D41029940EBCA92B1DE44B/DDB9B738-1D38-4434-97EF-C70A7409609E/fdsys/pkg/CHRG-110shrg50399/pdf/CHRG-110shrg50399.pdf), pp. 71-71: «Today, the rating agencies receives one fee to consult with a client, explain its model, and indicate the likely outcome of the rating process; then, it receives a second fee to actually deliver the rating (if the client wishes to go forward once it has learned the likely outcome). The result is that the client can decide not to seek the rating if it learns that it would be less favorable than it desires; the result is a loss of transparency to the market».

³⁴ JEON D.S. e LOVO S., *op. cit.*, p. 7

migliore, con ciò creando un'informazione distorta. La seconda criticità che è emersa consiste nella preoccupazione per cui le agenzie di *rating* potrebbero essere ragionevolmente tentate di compiacere gli emittenti (che sono, in definitiva, i soggetti dai quali le agenzie traggono i propri proventi), assegnando loro *rating* eccessivamente favorevoli, in tal modo favorendo gli emittenti (che potranno pagare interessi più bassi) a tutto discapito degli investitori (che acquistano un prodotto il cui *rating* non corrisponde alla realtà).

Nel successivo periodo compreso tra gli anni '70 e gli anni '90 del secolo scorso le agenzie di *rating* si sono espanse rapidamente³⁵ ed hanno incrementato i loro profitti³⁶.

Pur avendo iniziato ad operare più di un secolo fa, solo negli ultimissimi decenni le agenzie di *rating* hanno assunto un ruolo di primissimo piano nel mercato

³⁵ Cfr. SYLLA R., *op. cit.*, p. 21: «Credit rating agencies expanded rapidly from the 1970s through the 1990s, much as they did from 1909, when John Moody introduced the concept, to the 1930s».

³⁶ Nota la dottrina che «la fortuna delle agenzie di *rating* corrisponde fedelmente ad epoche di mercati liberalizzati. Ha luogo infatti negli Stati Uniti alla fine del XIX secolo e prosegue fino agli anni '30 dello scorso secolo, quando la crisi del *laissez-faire* e una serie di circostanze concomitanti portano a chiudere i mercati nel recinto degli Stati. Nel cinquantennio successivo le agenzie di *rating* vivono infatti una stagione di declino, che termina con la liberalizzazione dei mercati finanziari avviata da Ronald Reagan e Margaret Thatcher. Il secondo e più intenso ciclo di globalizzazione dell'epoca contemporanea, che proprio nei mercati finanziari conosce il suo massimo vertice, vede le agenzie di *rating*, e precisamente le tre già citate [Moody's, Standard&Poor's e Fitch: ndr], fra i protagonisti dei nuovi assetti di potere» (PINELLI C., *Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2012, 4, pp. 235-236).

finanziario internazionale; in particolare, il ricorso al *rating* è aumentato in misura esponenziale a partire dagli anni '90 del secolo scorso, quale conseguenza del «convergere sempre maggiore sui mercati del capitale di soggetti inesperti per i quali l'informazione primaria risulta, per vastità e tecnicismo, di difficile comprensione»³⁷. La presenza di numerosi nuovi attori nel panorama dei mercati finanziari, desiderosi di trovare un investimento remunerativo per i propri risparmi ma privi di conoscenze approfondite, nonché l'internazionalizzazione dei mercati con il conseguente ingresso di nuovi emittenti situati in ogni angolo del globo, hanno decretato la fortuna delle agenzie di *rating*, che, partendo da grandi quantità di dati difficilmente intellegibili ed attraverso complessi procedimenti di analisi, forniscono un giudizio sintetico ed immediatamente comprensibile a tutti gli investitori, professionali o meno, che sono così in grado di valutare il rischio connesso ad un determinato strumento³⁸.

Il periodo più recente, a partire dalla fine degli anni '90 del secolo scorso in poi, è caratterizzato da un profondo ripensamento circa l'attività ed il ruolo delle

³⁷ FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, p. 168.

³⁸ MONTI E., *op. cit.*, p. 24, rileva come

Rileva però FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit. , p. 169, nt. 19 come «tali osservazioni cess[i]no di essere valide quando l'attribuzione del *rating* è resa obbligatoria dalle autorità che regolamentano i mercati; negli altri casi, invece, il *rating* segnala solo gli emittenti migliori, non permettendo che gli investitori dispongano di un set informativo completo relativo ai titoli presenti sul mercato». Anche la mancanza del *rating*, dunque, può essere un indizio che, pur non fornendo una conoscenza esaustiva della situazione economica dell'emittente, può tuttavia fornire un'idea di massima sullo stato del medesimo.

agenzie di *rating* del credito. A partire dagli anni '90, infatti, ma soprattutto nel nuovo millennio, l'attività dei *rater* è stata messa pesantemente in discussione a seguito di alcuni importanti declassamenti e fallimenti di emittenti importanti, che sono giunti improvvisi ed inaspettati sul mercato. Proprio a seguito dei recenti fallimenti delle agenzie di *rating* nel valutare correttamente il merito di credito di entità che, pur avendo ottenuto *rating* di categoria *investment grade*, hanno successivamente palesato la propria inaffidabilità creditizia, si è aperto un ampio e vivace dibattito intorno alle agenzie di *rating*. Vari legislatori, nazionali e sovranazionali, hanno avvertito la necessità di disciplinare l'attività di *rating*, dettando norme stringenti dotate di forza cogente; anche la giurisprudenza ha mutato i propri orientamenti, giudicando in modo più severo la responsabilità delle agenzie di *rating*. Si tratta di una fase nuova, i cui sviluppi sono tuttora in corso.

3. (segue) Agenzie di *rating* nazionali, regionali e globali

Dopo la nascita delle prime agenzie di *rating* agli inizi del XIX secolo, molte altre ne sono sorte.

Esistono, ad oggi, numerose agenzie di *rating*, sparse in tutto il mondo e dalle dimensioni più varie: da quelle nazionali, a quelle regionali sino a quelle globali³⁹.

³⁹ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 32: «Spesso le agenzie più piccole operano in nicchie di mercato o sono controllate dalle agenzie più grandi. Un'indagine condotta dalla Commissione di Basilea nel 2000 identificava tre principali categorie di agenzie: • le agenzie di rating nazionali, che usano prevalentemente modelli statistici per la determinazione del merito di credito; • le agenzie di rating regionali, la cui operatività si

Le agenzie di *rating* nazionali sono apprezzate soprattutto dalle piccole e medie imprese⁴⁰. Diversamente da quanto accaduto negli Stati Uniti, esse sono nate dietro la spinta delle istituzioni finanziarie governative⁴¹. Più recenti, si sono ritagliate una quota considerevole di mercato nella loro area d'origine.

Attualmente l'Unione Europea, nell'ottica di implementare la concorrenza tra agenzie di *rating* del credito, sta esaminando la fattibilità di una rete di agenzie di *rating* del credito minori (*small and medium-sized CRAs*)⁴². Le agenzie minori, a differenza di quelle globali,

focalizza nell'ambito di una specifica regione; • le agenzie di *rating* globali, la cui attività si esplica su scala mondiale. Esse sono tipicamente Moody's, S&P e Fitch». Per una panoramica delle principali agenzie di *rating* nel mondo cfr. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 33 ss., tabella 2.1.

⁴⁰ Sull'importanza delle agenzie nazionali v. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 314 ss.

⁴¹ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 45 ss.. *Ivi*, pp. 68 ss., gli A. comparano pregi e difetti di agenzie di *rating* globali ed agenzie di *rating* nazionali; in particolare, risulta interessante la considerazione secondo cui «[l]e agenzie globali paiono avere un vantaggio comparato nell'attribuzione del *rating* alle imprese "globali", mentre quelle nazionali hanno un vantaggio comparato nell'assegnare il *rating* alle imprese "locali". Questo configura una situazione di potenziale complementarietà tra le due tipologie di agenzie piuttosto che di mera competizione» (p. 71).

⁴² Cfr. art. 39 ter, par. 3 del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm.: «La Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2013, una relazione in merito alla fattibilità di una rete di agenzie di *rating* del credito minori al fine di migliorare la concorrenza sul mercato. Tale relazione valuta forme di assistenza finanziaria e non finanziaria per la creazione di detta rete, tenendo conto dei potenziali conflitti di interesse derivanti da un finanziamento pubblico di questo tipo. Alla luce

non sono attive in tutti i segmenti del mercato del *rating*, ma solamente in uno o in alcuni di essi⁴³.

Nonostante il numero dei *raters* si sia accresciuto nel corso del tempo, a livello globale le agenzie che rivestono maggiore importanza sono essenzialmente tre: Moody's, Standard&Poor's e Fitch. Tali agenzie sono conosciute anche come le "tre sorelle" o le "Big Three". Esse sono definite agenzie "globali" poiché operano su scala mondiale: la loro copertura di mercato, difatti, è molto ampia e si estende anche al di fuori degli Stati Uniti⁴⁴.

delle conclusioni di tale relazione e seguendo il parere tecnico dell'AESFEM, la Commissione può riesaminare e suggerire proposte di modifica dell'articolo 8 quater». L'ESMA ha emesso un proprio parere in data 21 novembre 2013 (ESMA, *Technical Advice on the feasibility of a network of small and medium-sized CRAs*, 21 November 2013, disponibile all'indirizzo http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1703_technical_advice_on_the_feasibility_of_a_network_of_small_and_medium-sized_cras_0.pdf), che fornisce informazioni quantitative e qualitative sul segmento delle piccole e medie agenzie di *rating* registrate nell'Unione europea.

⁴³ Cfr. ESMA, *Technical Advice on the feasibility of a network of small and medium-sized CRAs*, 21 November 2013, disponibile all'indirizzo http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1703_technical_advice_on_the_feasibility_of_a_network_of_small_and_medium-sized_cras_0.pdf, p. 4: «None of the small and medium-sized CRAs cover the whole range of the five rating classes considered (corporates (non-financial), financials, insurance, sovereign and public finance, and structured finance). Whilst DBRS and BCRA cover four and three classes respectively, all the remaining small and medium-sized CRAs cover one or two rating classes only. This contrasts with Fitch, Moody's and S&P that issue ratings for all five possible rating classes».

⁴⁴ Cfr. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 31; GASPARINI CASARI V., *op. cit.*, p. 637, nt. 1.

Delle tre sorelle (o “Big Three”) Moody’s è la più antica, avendo cominciato ad operare ormai più di un secolo fa. L’agenzia di *rating* Moody’s nacque nel 1909, quando John Moody pubblicò il suo primo *Manual of Railroad and Corporate Securities* che riportava il *rating* di 200 imprese ferroviarie e dei rispettivi titoli. Attualmente Moody’s Investors Service (MIS) fa parte di Moody’s Corporation (MCO), società quotata alla Borsa di New York. La sua quota di mercato si aggira intorno al 40%⁴⁵.

Altra importante agenzia di *rating* globale è Standard&Poor’s. Standard&Poor’s⁴⁶, divisione del gruppo americano The Mc Graw-Hill Companies, quotato alla Borsa di New York, opera nei servizi di informazione e analisi finanziarie sin dal 1916. La sua quota di mercato si aggira intorno al 40%.

Fitch tra le agenzie di *rating* globali è la “sorella minore”. La sua quota di mercato si aggira intorno al 15%. Fitch è molto competitiva nella finanza strutturata, ove si è scavata una sua nicchia⁴⁷.

4. Il *rating* del credito: che cosa è ed attraverso quale procedimento viene assegnato

Brevemente delineata la storia e la fisionomia delle agenzie di *rating*, occorre esaminare più da vicino quello che è il “prodotto” (in senso atecnico) finale dell’attività

⁴⁵ White, L. J., 2010. The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24:211-226

⁴⁶ Salvo diversa indicazione, le informazioni ed i dati contenuti nel presente paragrafo sono stati tratti direttamente dal sito internet di Standard & Poor’s (www.standardandpoors.com).

⁴⁷ Cfr. HILL C.A., *op. cit.*, p. 64.

della società di *rating* (ossia l'attività di classamento del merito creditizio) ed il processo attraverso il quale le agenzie pervengono a tale risultato⁴⁸.

In generale, l'attività di *rating* consiste nel valutare, giudicare, classificare (*to rate*) qualche cosa; per cui il prodotto finale dell'attività di *rating* sarà, per l'appunto, la formulazione di una valutazione (*rating*) sull'entità analizzata. Nella specie, il giudizio riguarda l'affidabilità creditizia (il merito di credito) di un emittente o di una emissione: si parla, perciò, di *rating* del credito (*credit rating*).

Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. a) del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm. il *rating* del credito è «un parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito»⁴⁹.

⁴⁸ Si sofferma in particolare ad indagare/ricordare cosa è il rating del credito (« WHAT IS THIS THING CALLED RATING ») PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., pp. 252 ss.

Sul procedimento di assegnazione del *rating* si vedano altresì FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 93 ss..

⁴⁹ Non sono, invece, considerati *rating* del credito, ai sensi dell'art. 3, par. 2 del Regolamento CE n. 1060/2009: a) le raccomandazioni ai sensi dell'articolo 1, punto 3, della direttiva 2003/125/CE della Commissione; b) la ricerca in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva 2006/73/CE della Commissione e altre forme di raccomandazioni generali, quali “acquistare”, “vendere” o “mantenere”, in relazione a operazioni su strumenti finanziari o a obbligazioni finanziarie; c) pareri in merito

Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. o) del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm. l'attività di *rating* del credito consiste nell' «analisi dei dati e delle informazioni e valutazione, approvazione, emissione e revisione di rating del credito».

Il *rating* del credito è un giudizio sintetico sul grado di probabilità di regolare pagamento di capitale ed interessi. Le società di *rating* si occupano perciò di valutare un aspetto specifico delle entità oggetto della loro analisi, ossia il loro merito creditizio (o rischio di credito), all'interno del quale vengono convenzionalmente distinte due componenti: i) la probabilità di insolvenza (PD, *probabilità of default*) e ii) la perdita attesa in caso di insolvenza (LGD, *loss given default*)⁵⁰. Le agenzie di *rating* forniscono, dunque, un giudizio sul merito di credito di un emittente o di un'emissione, valutando il rischio di *default*; esse non prendono invece in considerazione «altri tipi di rischio connaturati all'emissione di un qualsiasi strumento di debito, quali per esempio il rischio di cambio, il rischio del tasso di interesse e il rischio di frode da parte dell'emittente»⁵¹

al valore di un'obbligazione finanziaria o di uno strumento finanziario.

Secondo il Fondo Monetario internazionale (IMF(2010), p. 88) «[a] credit rating measures the relative risk that an entity or transaction will fail to meet its financial commitments, such as interest payments and repayment of principal, on a timely basis».

⁵⁰ HUNT J.P., *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement (September 5, 2008)*. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, No. 1, <http://ssrn.com/abstract=1267625> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1267625>, p. 36.

⁵¹ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 80.

Il giudizio dell'agenzia di *rating* può riguardare sia l'emittente nel suo complesso sia la singola emissione. Nel primo caso la valutazione esprime il merito creditizio di un emittente complessivamente considerato, facendo riferimento all'insieme delle sue passività ed alla sua capacità generale di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni (*issuer credit rating*, o *rating* dell'emittente); nel secondo caso la valutazione esprime il merito creditizio di una singola emissione, facendo cioè riferimento al grado di probabilità di regolare pagamento di capitale e interessi da parte dell'emittente di un determinato prestito obbligazionario (*issue-specific credit rating*, o *rating* dello strumento)⁵². Nel corso del tempo l'oggetto dell'attività di *rating* si è man mano esteso, andando via via ad includere sempre nuovi strumenti⁵³.

⁵² In particolare, «[i] due concetti divergono sul piano concettuale, in quanto il primo si riferisce al default risk dell'emittente, mentre il secondo fa riferimento alla nozione di perdita attesa poiché tiene conto, oltre che della probabilità di default (Pd), anche delle prospettive di recupero (recovery rate, Rr) su uno specifico titolo» (MANCINELLI L., *op. cit.*, p. 56). Cfr. altresì AMMANNATI L., *op. cit.*, p. 5, nt 13: «Le tipologie di rating possono essere in sintesi due. Analoga a quella appena citata [*issuer rating*: ndr] è la tipologia correlata alla capacità dell'emittente è il cd "sovereign rating" caratterizzato dal fatto che l'emittente è uno stato; la seconda importante tipologia è l' "instrument rating" per cui il giudizio è dato sulla singola emissione di strumenti finanziari».

⁵³ Cfr. PICARDI L., *op. cit.*, p. 714, nt. 1: «Invero, l'ambito di applicazione dei giudizi delle agenzie di *rating* ha registrato, quanto meno negli Stati Uniti, una grande espansione arrivando ad includere – oltre alle obbligazioni e ad altre categorie di titoli di debito (...), fra i quali le *asset-backed securities*, i *commercial papers* ed i certificati di deposito emessi dalle banche – gli strumenti finanziari derivati, la capacità delle imprese di assicurazione di far fronte ai propri impegni nei confronti degli

Il *rating* del titolo non necessariamente è collegato al *rating* dell'emittente, poiché «sebbene la bontà di un titolo sia determinata fondamentalmente dalla qualità dell'emittente, quest'ultimo può emettere titoli di tipo diverso assistiti da garanzie particolari o subordinati ad altri; inoltre, ogni nuova emissione può modificare la situazione finanziaria e patrimoniale dell'emittente»⁵⁴. Il *rating* assegnato è, invece, strettamente correlato al *rating* del Paese di residenza dell'emittente, che viene generalmente considerato quale limite superiore per la valutazione dell'emittente e/o dell'emissione⁵⁵ (c.d. *Country ceiling rating*, o *sovereign ceiling*).

Essendo giudizi sintetici, i *rating* vengono espressi facendo ricorso ad una particolare simbologia, composta da caratteri alfanumerici e simboli (“ + ” e “ - ”). La simbologia varia a seconda che i *rating* siano a breve o a lungo termine, ossia a seconda che esprimano una valutazione della qualità creditizia di uno strumento di

assicurati, la volatilità del prezzo delle quote di *mutual funds*, le *mortgage-backed securities* e persino la stabilità finanziaria dei paesi esteri». Nel corso del tempo accanto ai prodotti più tradizionali (*i.e. issue rating, issuer rating e sovereign rating*: FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 86-87) le agenzie di *rating* ne hanno introdotti di nuovi. Ferri e Lacitignola individuano sei principali prodotti delle agenzie di *rating*: 1) *bond ratings* (rating obbligazionari); 2) *sovereign credit ratings* (rating sovrani); 3) *issuer ratings* (rating dell'emittente); 4) *bank financial strenght ratings* (rating sulla solidità finanziaria delle banche); 5) *claim-paying ability ratings* (rating assicurativi); 6) *bank loan ratings* (rating sui prestiti bancari) (FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 87 ss.).

⁵⁴ MONTI E., *op. cit.*, p. 17.

⁵⁵ MONTI E., *op. cit.*, p. 17.

provvista a breve o a lungo termine⁵⁶. I titoli a breve e a lungo termine hanno scale di *rating* diverse per riflettere i differenti rischi associati all'una ed all'altra categoria; in particolare, gli investimenti a lungo termine presentano rischi maggiori a causa della maggiore incertezza nel predire eventi futuri lontani nel tempo⁵⁷.

I *rating* a breve termine variano da P-1 (Moody's), A-1+ (Standard&Poor's), F1+ (Fitch), che indicano il livello massimo di affidabilità, a *Not Prime* (Moody's) e D (Standard&Poor's e Fitch), che indicano invece le situazioni deteriori (scarsa affidabilità dell'emittente e livello di rischio di *default* più elevato)⁵⁸.

I *rating* a medio-lungo termine variano da Aaa (per Moody's) e AAA (per Standard&Poor's e Ficht), che

⁵⁶ Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. h) del Reg. CE 16 settembre 2009, n. 1060, ai fini del Regolamento si intende per «categoria di rating»: un simbolo, come ad esempio una lettera o un simbolo numerico che potrebbe essere integrato da caratteri identificativi, utilizzato nell'ambito di un rating per fornire una misura del rischio relativo, al fine di distinguere le diverse categorie di rischio dei tipi di entità, emittenti e strumenti finanziari o altre attività oggetto di rating».

⁵⁷ SCHWARCZ S.L., *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*. University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 1, 2002; Duke Law School, Public Law Working Paper No. 18, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=267273> oppure all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.267273>, p. 7.

⁵⁸ In ordine decrescente, i *rating* a breve termine di Moody's sono: P-1, P-2, P-3; al di sotto di P3 sono indicati come *Not Prime*.

In ordine decrescente, i *rating* a breve termine di Standard&Poor's sono: A-1+, A-1, A-2, A-3, B, C. Da B (compreso) in poi sono considerati *speculative grade*.

In ordine decrescente, i *rating* a breve termine di Fitch sono: F1+, F1, F2, F3, B, C. Da B (compreso) in poi sono considerati *speculative grade*.

indicano il livello di massima affidabilità, a C (per Moody's) e D (per Standard&Poor's e Ficht), che rappresentano la valutazione peggiore (insolvenza); possono inoltre essere aggiunti i numeri " 1 " " 2 " " 3 " (Moody's) ed i segni " + " e " - " (Standard&Poor's e Ficht) per differenziare il giudizio all'interno di una medesima categoria di *rating*.

Le prime dieci tacche (o *notches*) di giudizio, da Aaa a Baa3 (per Moody's) e da AAA a BBB- (per Standard&Poor's e Ficht) sono *investment grade* ed indicano grande affidabilità dell'emittente e livello di rischio di insolvenza molto contenuto⁵⁹; i giudizi di grado inferiore sono *speculative grades* o *junk* ed indicano scarsa affidabilità dell'emittente e livello di rischio di *default* più elevato⁶⁰.

⁵⁹ Cfr. SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, pp. 7-8, che cita Standard&Poor's, *Corporate Ratings Criteria* 9 (2001): «The term investment grade "was originally used by various regulatory bodies [in the United States] to connote obligations eligible for investment by institutions such as banks, insurance companies and savings and loan associations. Over time, this term gained wide-spread acceptance throughout the investment community"».

⁶⁰ In ordine decrescente, i *rating* a lungo termine di Moody's sono: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa, Ca, C. I *rating* da Aaa a Baa3 (compreso) sono *investment grade*; da Ba1 (compreso) in poi sono *speculative grade*.

In ordine decrescente, i *rating* a lungo termine di Standard&Poor's sono: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, D. I *rating* da AAA a BBB- (compreso) sono *investment grade*; da BB+ (compreso) in poi sono *speculative grade*.

In ordine decrescente, i *rating* a lungo termine di Ficht sono: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC, DDD, DD, D. I *rating* da AAA a BBB-

Dato brevemente conto di che cosa sia il *rating* del credito, occorre adesso considerare attraverso quale procedimento lo stesso viene assegnato⁶¹.

Anzitutto va detto che il processo di attribuzione del *rating* è complesso poiché molte sono le variabili (sia quantitative, sia qualitative) che devono essere tenute in considerazione; oltre alla situazione patrimoniale e finanziaria attuale del soggetto, devono essere prese in considerazione anche le previsioni future e qualsiasi evento attinente alla vita dell'emittente che possa essere ragionevolmente anticipato.

In generale, l'analisi del merito creditizio viene svolta attraverso l'esame congiunto di due macro-aree: i) il *business risk* e ii) il *financial risk*⁶². Il *business risk* è il rischio connesso al profilo industriale dell'emittente, e viene valutato avendo riguardo alla posizione relativa dell'azienda nel suo settore e nel mercato; il *financial risk* è il rischio connesso al profilo finanziario dell'emittente, e consiste nella valutazione della posizione finanziaria attuale e prospettica dell'azienda^{63 64}. Entrambi i profili

(compreso) sono *investment grade*; da BB+ (compreso) in poi sono *speculative grade*.

⁶¹ Per approfondimenti sul processo di assegnazione di alcune particolari tipologie di controparti e operazioni (i.e. assegnazione di *rating* ai *corporates*, alle banche, agli enti locali, alle operazioni di finanza strutturata) si rinvia a MANCINELLI L., *op. cit.*, pp. 58 ss..

⁶² In verità, l'analisi del *business risk* e del *financial risk* riguarda, più propriamente, il processo di assegnazione di *rating* ai *corporates* (MANCINELLI L., *op. cit.*, p. 58), che costituisce il modello più tradizionale.

⁶³ Audizione della dott.ssa M. Pierdicchi, direttore generale per l'Italia della Standard&Poor's, Commissioni 6^a e 10^a riunite del Senato della Repubblica, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, 3 febbraio 2004, disponibile all'indirizzo

sono rilevanti ai fini della stima dell'affidabilità finanziaria.

Il procedimento di assegnazione del *rating* può prendere avvio sia a seguito di una specifica richiesta da parte dell'emittente (*solicited rating*, ossia *rating* richiesto o sollecitato), sia a seguito dell'iniziativa spontanea dell'agenzia di *rating* (*unsolicited rating*, ossia *rating* non richiesto o non sollecitato)⁶⁵. Nel primo caso si instaura un rapporto contrattuale tra l'emittente-committente e l'agenzia di *rating*: il primo parteciperà attivamente al processo di attribuzione del *rating*, fornendo tutte le informazioni (anche riservate e non conosciute dal mercato) necessarie all'espletamento dell'incarico da parte dell'agenzia, alla quale dovrà versare un corrispettivo per l'attività svolta⁶⁶. Nel secondo caso, invece, tra emittente (non committente) ed agenzia di *rating* non si instaura

http://www.senato.it/documenti/repository/commissioni/RiuniteCongiunte/6_10evi_x/Indagini%20conoscitive/ic-6-10-VI-X-007d.pdf; Tribunale di Milano, sesta sezione civile, 1° luglio 2011, n. 8790, in *Società* 2011, 12, pp. 1444 ss. (commento di GIUDICI).

⁶⁴ Una esemplificazione delle variabili quantitative e qualitative prese in considerazione dalle agenzie nel procedimento di assegnazione del *rating* si trova in FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 95, tab. 3.2; per approfondimenti si vedano inoltre le pp. 96 ss..

⁶⁵ Meno frequente è l'ipotesi di *rating* sollecitato dall'investitore (*investor pays model issuer paid rating*).

⁶⁶ Le commissioni richieste dalle agenzie dipendono sia dall'entità dell'emissione, sia dalla sua complessità. In generale, «[a]gencies charge fees that vary with the size and type of issue, but a representative fee on a new long-term corporate bond issue ranges from 2 to 3 basis points of the principal for each year the rating is maintained. Normally, the charge for any one bond issue has both a floor and a ceiling, and negotiated rates are available for frequent issuers» (CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 4).

alcun vincolo di tipo contrattuale, sicché l'agenzia, non avendo accesso alle informazioni confidenziali dell'entità valutata, fonderà il proprio giudizio soltanto sulle informazioni pubblicamente disponibili e non riceverà dall'emittente alcun compenso per l'attività svolta.

Nel prosieguo si farà riferimento al procedimento che porta all'emissione di un *rating solicited*, in quanto si tratta dell'ipotesi più comune e più articolata, prevedendo (come detto *supra*) anche il parziale coinvolgimento del soggetto valutato.

Nell'ipotesi in cui il *rating* sia sollecitato direttamente dall'emittente, gli analisti dell'agenzia avranno a disposizione numerose informazioni sulle quali articolare la propria analisi e dalle quali ricavare il giudizio finale; infatti, oltre alle informazioni pubblicamente disponibili, potranno usufruire delle informazioni riservate fornite direttamente dall'emittente, ad esempio attraverso colloqui con il *management*. Per dimostrare il proprio merito creditizio, e così ottenere una valutazione favorevole, gli emittenti possono, infatti, trasmettere informazioni "sensibili" alle agenzie di *rating*, che dovranno valutarle senza diffonderle, per preservarne il carattere di riservatezza⁶⁷.

La raccolta delle informazioni rappresenta un momento fondamentale nel procedimento di classamento del merito creditizio, poiché quanto più complete ed

⁶⁷ A tal proposito «[n]on è superfluo sottolineare che negli Stati Uniti le agenzie di *rating* sono esonerate dalla *Regulation Fair Disclosure* (FD), che proibisce la *disclosure* selettiva di informazioni riservate, a condizione che le stesse se ne servano esclusivamente per valutare il merito di credito» (PICARDI L., *op. cit.*, p. 718, nt. 13). L'A. si domanda inoltre se una tale prassi sia consentita anche in ambito comunitario, pervenendo ad una risposta affermativa.

aggiornate sono le informazioni a disposizione degli analisti, tanto più sarà affidabile il *rating*. Tale attività rappresenta, ovviamente, un costo per le agenzie di *rating*, costo che viene sopportato in virtù del ritorno economico previsto⁶⁸.

Il procedimento per l'assegnazione del *rating* vede il coinvolgimento di più professionisti. L'incarico di valutare l'entità oggetto del giudizio e di elaborare il *rating* corrispondente viene dall'agenzia affidato ad un *team* di esperti. Normalmente uno o più analisti vengono incaricati di studiare la situazione economico-finanziaria dell'entità oggetto della valutazione e, sulla base dei dati e delle informazioni acquisiti, di formulare una proposta di *rating*; tale proposta viene poi sottoposta ad un comitato per l'approvazione⁶⁹.

⁶⁸ Cfr. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 107-108 ss.: «La raccolta di informazioni rappresenta un costo per le agenzie di rating; d'altro canto esse attraverso l'investimento nella raccolta di informazioni accumulano capitale di reputazione. (...) Tuttavia, vi è il rischio che, una volta consolidato il capitale di reputazione, le agenzie siano tentate di ridurre gli investimenti nella raccolta e nell'analisi delle informazioni – cioè di ridurre i propri costi – al di sotto del livello ottimale corrispondente a una determinata reputazione. D'altro canto, però, ogniqualvolta le agenzie emettono un rating mettono in gioco la propria reputazione, la quale richiede tempo per essere costruita e la prospettiva della perdita di tale reputazione potrebbe essere un disincentivo sufficiente al sottoinvestimento».

⁶⁹ Con riferimento all'agenzia di *rating* Standard&Poor's, la dott.ssa M. Pierdicchi, direttore generale per l'Italia della Standard&Poor's, spiegava che «[d]opo la stipula di un contratto di rating viene nominato un analista principale e un analista di backup. (...) Quando l'analisi è completata l'analista presenta la sua raccomandazione, supportata da una relazione e da dettagliate analisi, a un comitato di credito composto, come regola generale,

Una volta stabilito quale *rating* assegnare, lo stesso viene reso noto, in via confidenziale, all'emittente, il quale, ove non rimanga soddisfatto del giudizio ricevuto, può fornire informazioni ulteriori e chiedere una revisione del *rating* prima che lo stesso venga reso pubblico (c.d. appello); in ultima istanza, l'emittente, ove continui a non essere soddisfatto del giudizio ottenuto, in sede di prima assegnazione del *rating* (rimanendo, dunque, escluse le ipotesi di *rerating*) potrà anche opporsi alla sua pubblicazione, e l'agenzia che lo ha emesso sarà tenuta a mantenerlo confidenziale (*confidential rating*)⁷⁰. La possibilità di mantenere segreto il *rating* richiesto e non gradito può dar luogo al problema del c.d. *rating shopping*, ossia della pratica per cui l'emittente incarica più agenzie

da almeno cinque analisti senior, alcuni dei quali con esperienza specifica nel settore di riferimento e responsabili di altri crediti in Europa o globalmente. Ciascun membro del comitato analizza e discute la raccomandazione dell'analista e quindi vota sul rating proposto o propone delle variazioni. Il comitato delibera sulla base del consenso espresso dalla maggioranza» (Audizione della dott.ssa M. Pierdicchi, cit., pp. 33-34).

Il processo di *rating* di Moody's è descritto sul sito *web* dell'agenzia, all'indirizzo <http://www.moody.com/ratings-process/How-to-Get-Rated/002001>.

⁷⁰ Cfr. MANCINELLI L., *op. cit.*, p. 57: «Il fenomeno del confidential rating è piuttosto diffuso (circa il 25% dei giudizi elaborati da Standard & Poor's non viene reso noto al mercato) e si giustifica con il fatto che il rating è, in primo luogo, un servizio acquistato dagli emittenti obbligazionari per assicurare i potenziali sottoscrittori; se il giudizio elaborato dalle agenzie non assolve questa finalità, è in qualche misura fisiologico che l'acquirente decida di non utilizzarlo. Ciò riduce, ovviamente, la capacità dei rating di agenzia di fornire un'informazione ampia e trasparente agli investitori; tuttavia, la stessa assenza di un rating, in particolare se a fronte di emissioni o emittenti di grandi dimensioni, costituisce di per sé un'informazione che il mercato è libero di valutare»

di emettere il *rating* e poi diffonde solamente quello più favorevole, in tal modo alterando l'informazione diretta al mercato, che non verrà messo a conoscenza di tutte le valutazioni ma solo di quella che l'entità oggetto del giudizio ritiene più confacente ai propri interessi.

Il *rating* normalmente incorpora un c.d. *outlook* (o prospettiva)⁷¹, ossia un'informazione sulla tendenza attesa del *rating* (che può essere di mantenimento, miglioramento o peggioramento della categoria). L'*outlook* può essere di quattro categorie: positivo (*positive*, POS), negativo (*negative*, NEG), stabile (*stable*, STA) o in evoluzione (*developing*, DEV).

L'attività dell'agenzia di *rating* non si conclude con l'emissione del giudizio, ma prosegue anche dopo, in quanto l'agenzia deve monitorare costantemente la situazione dell'emittente al fine di verificare se il giudizio rilasciato sia sempre corrispondente alla situazione creditizia del soggetto valutato e, in caso contrario, adeguare (in senso migliorativo o peggiorativo) il giudizio emesso alla situazione attuale (c.d. *rating surveillance*), poiché il rischio può continuamente variare con il mutare delle condizioni nelle quali opera il soggetto valutato o in relazione alle scelte ed alle strategie perseguite.

Insomma, come posto in evidenza dalla dottrina, le agenzie di *rating* si trovano al centro di un duplice flusso informativo: «un primo flusso di informazioni va verso le agenzie, poiché i loro giudizi sono basati sulle informazioni che i soggetti “giudicati” forniscono alle agenzie e su quelle pubblicamente disponibili; un secondo

⁷¹ Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. w) del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm. la prospettiva di *rating* (*rating outlook*) è «un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi».

flusso parte *dalle* agenzie verso il mercato ed è condensato nel giudizio sintetico del *rating*, emesso sulla base delle informazioni ottenute»⁷². Il processo di *rating* assomiglia molto al processo di lavorazione delle materie prime che, partendo dai materiali grezzi (dati quali-quantitativi, attuali e prospettici) giunge alla realizzazione di un prodotto⁷³ finale che è il *rating* del credito, che costituisce una tipica ipotesi di “informativa derivata”⁷⁴.

La natura del *rating* del credito è controversa. Sicuramente esso non è una certificazione contabile, né una garanzia sull’effettivo pagamento del debito, non rappresenta un consiglio di investimento, né una consulenza finanziaria, non equivale ad una raccomandazione ad acquistare, detenere o vendere titoli; il *rating* «non è neppure una valutazione di convenienza giacché oggetto di valutazione non è il rendimento, ma solo il rischio; il rendimento, semmai, può dipendere dal *rating* assegnato a un emittente o a una sua particolare emissione»⁷⁵. Secondo le agenzie il *rating* rappresenterebbe una semplice opinione (*opinion*), come

⁷² PIANESI L., *op. cit.*, p. 183, nt. 12.

⁷³ “Prodotto” inteso in senso atecnico, come si è già spiegato nel capitolo I, § 1.

⁷⁴ Cfr. SACCO GINEVRI A., *Le agenzie di rating*, in *Consumerism 2010. Terzo rapporto annuale*, disponibile all’indirizzo http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnLine5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Economia/2010/11/Rapporto_Consumerism_2010_completo.pdf?uuid=37af029a-f190-11df-976f-b9ac9dd44443, p. 122, nt. 12: «Per “informativa derivata” si intendono quei flussi informativi che non sono prodotti dagli emittenti ma da soggetti “terzi” in ciò specializzati: principalmente gli analisti finanziari e le società di *rating* e che, come tali, sono influenzati in massima parte dai dati trasmessi al valutatore dall’entità valutata».

⁷⁵ PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 263.

tale tutelata dalla libertà di manifestazione del pensiero; come si vedrà più avanti, tale tesi attualmente non incontra più grande seguito⁷⁶.

5. L'importanza del *rating* del credito e le agenzie di *rating* quali *market gatekeepers*

Poste in luce le esigenze storiche ed economiche di cui le agenzie di *rating* del credito si sono fatte interpreti e dalle quali hanno tratto linfa vitale, a questo punto della trattazione dovrebbe apparire ormai chiara l'importanza del ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nei moderni mercati degli investimenti.

Gli odierni mercati finanziari sono mercati complessi, distanti, transfrontalieri, popolati da numerosi operatori, spesso opachi, nei quali l'informazione è un bene dal quale non si può prescindere, che gli investitori richiedono⁷⁷ e che gli emittenti sono interessati a fornire in virtù delle ricadute positive in termini di immagine e di credibilità, capaci di tradursi in vantaggi economici (minor costo – in

⁷⁶ Cfr. capitolo IV, sezione I, § 4.

⁷⁷ Cfr. SIRIANNI G., *Il rating sovrano*, in *Costituzionalismo.it* (<http://www.costituzionalismo.it/articoli/434/>), 2012, 2: «Indubbiamente, il rating è divenuto una sorta di bussola obbligata del navigante finanziario contemporaneo. Da un lato, nell'ambito di portafogli sempre più internazionalizzati, è cresciuta la distanza tra investitore ed emittente e, di conseguenza, il primo ha più bisogno di prima della guida sulla probabilità di *default* (insolvenza) dell'emittente offerta dal rating delle agenzie. Dall'altro, il ruolo delle agenzie è anche aumentato a mano a mano che l'intensità dell'innovazione finanziaria rendeva i profitti finanziari sempre più complessi, marginalizzando l'investitore fai da te»

termini di interessi – di remunerazione del capitale, poiché tanto più alto è il *rating* dell'entità valutata, tanto più basso sarà il tasso di interesse corrisposto all'investitore)⁷⁸.

Ove gli investitori non abbiano una conoscenza approfondita e diretta della propria controparte contrattuale (e questa è la situazione che più comunemente si verifica), «il buon esito di un'operazione di emissione di strumenti finanziari destinati al pubblico degli investitori dipende in larga misura dal livello di fiducia che costoro ripongono nel merito di credito di un emittente che pure non conoscono o con il quale non hanno alcuna relazione personale»⁷⁹.

La rilevanza assunta dal *rating* nel mondo finanziario è tale che nel 2005 la SEC è arrivata ad affermare che «[i]n America only a bold or foolish company, municipality, state or even school district would try to issue debt without first getting a rating from Moody's, Standard & Poor's (S&P), its chief rival, or Fitch, a French-owned upstart that has become the world's third-biggest rating agency»⁸⁰: negli Stati Uniti emettere titoli di debito senza essersi preventivamente muniti della valutazione delle agenzie di

⁷⁸ Cfr. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, cit., p. 300: «L'idea di base è che esiste una correlazione tra il rischio ed il rendimento, all'aumentare del rischio deve corrispondere un rendimento mediamente più elevato e ciascun investitore ha un'attitudine differente verso il rischio a seconda delle sue preferenze. A seconda della sua propensione, avversione o neutralità al rischio ciascun investitore sceglie il suo profilo di rischio rendimento ottimale. Per determinare la rischiosità dell'emittente e/o delle emissioni ci si affida alla professionalità delle agenzie di *rating*».

⁷⁹ PICARDI L., *op. cit.*, p. 716.

⁸⁰ *Special report: Credit agencies. Who rates the raters?*, in *The Economist*, 26 marzo 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/3786551>.

rating è dunque, a detta della SEC, impresa riservata a baldanzosi temerari o a sciocchi ingenui.

Il *rating* riveste dunque un ruolo centrale tanto per gli investitori quanto per gli emittenti, sia per informare sia per regolare l'accesso a determinati mercati⁸¹. Il *rating*

⁸¹ Un'efficace sintesi delle funzioni che il *rating* svolge sul mercato si può leggere in SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa* 2011, pp. 770-771: «Nel mercato il giudizio di *rating* ha molteplici funzioni. In primo luogo, è un segnale per tutti i potenziali investitori – siano essi professionali o *retail*, operanti per conto proprio o di terzi – in merito al rischio insito in un determinato investimento; poi, sul mercato secondario, si riflette sulla quotazione dei titoli e, quindi, sul valore del portafoglio del singolo investitore; ancora, costituisce un criterio di orientamento nelle scelte di investimento degli investitori collettivi e di altri intermediari poiché i regolamenti che ne disciplinano l'attività stabiliscono (...) che i gestori possono investire solo in obbligazioni aventi un determinato *rating* minimo o, comunque, limitano l'utilizzo di titoli con *speculative grade*. Inoltre, condiziona i contratti di finanziamento poiché questi ultimi spesso prevedono apposite clausole (*trigger clauses*) che si verifichino determinate conseguenze (negative: ad esempio, scadenza anticipata, ecc.) nel caso in cui il *rating* dell'emittente o di sue emissioni scenda al di sotto di un determinato livello. Ancora, influenza le scelte dello stesso emittente, in quanto misurando il livello di rischio, condiziona i tassi di interesse e cioè il rendimento che deve essere offerto ai potenziali investitori; poi, condiziona la disciplina applicabile a determinati emittenti o ai detentori di determinati titoli poiché si prevede, in alcuni paesi, che essi ricevano un trattamento diversificato a seconda che i titoli raggiungano l'*investment grade* o meno. Infine, in alcuni casi, costituisce condizione necessaria per l'accesso al mercato o per il buon esito di un'operazione poiché si prevede, in alcune legislazioni nazionali, che alcuni prodotti di investimento possano essere venduti soltanto se il loro emittente possa dimostrare di avere un certo livello di merito di credito attestato da un *rating*

contribuisce a ridurre l'asimmetria informativa esistente tra i due lati del mercato, permettendo agli investitori di confrontare i vari emittenti e gli strumenti dagli stessi offerti, in modo tale da operare scelte più informate e consapevoli; questo permette di ridurre i costi transattivi dei processi di scambio dei capitali, consentendo agli emittenti con valutazioni più favorevoli di pagare un costo inferiore (in termini di tassi di interessi) per ottenere denaro a credito. Il risultato sarà il superamento del problema di *agency*, connaturato ad ogni contratto da cui sorga un rapporto di credito-debito tra un emittente (*agent*) ed un investitore (*principal*), e del connesso problema dei fenomeni di selezione avversa, con conseguente emersione dell'informazione nascosta (*hidden information*) sul merito di credito dell'emittente⁸²; ne deriva, in definitiva, una più

emesso da un'agenzia conosciuta. Ma non è tutto. La legislazione comunitaria ha, recentemente, introdotto il cd. *rating* utilizzato a fini "regolamentari" (vale a dire al fine di conformarsi al diritto comunitario così come recepito nella legislazione nazionale degli stati membri) da parte di enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo, enti pensionistici aziendali o professionali, ecc., imponendo a tali soggetti l'uso di giudizi di *rating* emessi soltanto dalle agenzie "registrate" a livello europeo». Un'elencazione simile si ritrova già in PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 66-67.

⁸² PIANESI L., *op. cit.*, p. 192. Cfr. altresì FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 79: «Dal punto di vista degli emittenti, i rating sono segnali della qualità di credito e possono aiutare a ridurre i problemi di *selezione avversa* (...), dal momento che sono in grado di fornire indicazioni che aiutano a distinguere gli emittenti con un buon merito di credito da quelli con un cattivo merito di credito. Ottenendo un rating l'emittente segnala che non ha nulla da nascondere; al contrario non richiedendolo segnala che potrebbe avere qualcosa da nascondere. Dal punto di vista delle

efficiente allocazione delle risorse finanziarie, che genera beneficio per l'economia tutta.

Altro effetto benefico che parte della dottrina segnala con riferimento al *rating* del credito è un “effetto disciplinare” del mercato: la diffusione del *rating* sarebbe, cioè, idonea ad orientare gli emittenti ad adottare le decisioni più opportune per mantenere o migliorare la propria valutazione⁸³.

La dottrina ha posto in evidenza come il *rating* del credito abbia rappresentato uno strumento importante nel passaggio da sistemi finanziari orientati agli intermediari, in cui gli scambi sono indiretti e si basano (appunto) sugli intermediari, a sistemi orientati al mercato, in cui lo scambio è frutto dell'incontro diretto delle parti: la presenza degli intermediari, che costituisce una risposta ai problemi (*ex ante*) di selezione avversa ed (*ex post*) di azzardo morale, potrebbe risultare superflua a fronte dell'intervento di operatori specializzati nella produzione di informazioni quali, appunto, le agenzie di *rating*⁸⁴.

Le agenzie di *rating* possono certamente essere ascritte alla categoria dei *gatekeepers* e, più precisamente, dei c.d. *market gatekeepers*⁸⁵, ossia quei soggetti che

imprese, attraverso l'uso del giudizio di un'agenzia esse segnalano il proprio merito creditizio riducendo il problema del *moral hazard*».

⁸³ In tal senso, SZEGO B. e GOBBO G., *op. cit.*, pp. 337-338: «le informazioni pubblicate dalle agenzie di *rating* hanno (o possono avere) l'effetto di disciplinare il mercato: un *outlook* negativo incentiva le imprese ad adottare soluzioni correttive, per evitare che l'*outlook* si trasformi in *downgrading* con riflessi negativi sul costo del loro finanziamento».

⁸⁴ MONTI E., *op. cit.*, pp. 8 ss..

⁸⁵ PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, *op. cit.*, p. 121: «Dal

svolgono la propria attività di *gatekeeping* all'interno del mercato dei capitali, fungendo da intermediari che condizionano l'accesso al mercato. I giudizi delle agenzie di *rating* sul rischio di credito di un emittente o di una particolare emissione assumono, difatti, particolare rilevanza i) sia per orientare le scelte degli investitori (ed in tal senso «[t]o a large extent, the almost universal demand by investors for ratings make rating agencies gatekeepers of the types of securities that investors will purchase»⁸⁶), ii) sia perché l'ottenimento/il mancato ottenimento di un *rating* di un determinato livello (solitamente *investment grade*) consente/preclude l'accesso dell'oggetto della valutazione a determinati mercati.

Le società di *rating* agiscono, dunque, quali «intermediari dell'informazione»⁸⁷ fra emittenti ed

momento che i giudizi emessi dalle agenzie sono presi come parametro in base al quale sottopone i soggetti di mercato ad un determinato regime regolamentare, esse sono annoverate tra i c.d. *market gatekeepers*, ossia quei soggetti che con la propria attività – generalmente di controllo o supervisione – presidiano l'accesso al mercato finanziario, selezionando chi possa entrarvi e a quali condizioni possa operarvi». Cfr. anche GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 416.

⁸⁶ SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, p. 8.

⁸⁷ Così PIANESI L., *op. cit.*, p. 192; PICARDI L., *op. cit.*, p. 719; Cfr. DITTRICH, FABIAN, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation* (June 4, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991821> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.991821>, p. 9 («In neo-institutional finance theory rating agencies can be depicted as information intermediaries. They are consulted in the course of a market transaction in order to overcome informational asymmetries between both market sides. In short, they create value by reducing information costs in the marketplace»).

investitori e con ciò il *rating* assurge a vero e proprio «bene pubblico»⁸⁸. Le agenzie di *rating* – che, si ricorda, allo stato sono soggetti di diritto privato – sono così venute ad affiancarsi, in una posizione ausiliaria e distinta, ai *gatekeepers* istituzionali; non solo, ma «[i]n un contesto di deregulation, il ruolo sussidiario dei *gatekeepers* privati – le agenzie – man mano che la cornice dei controlli di tipo pubblicistico veniva rimpicciolita, si è per forza di cose dilatato»⁸⁹. Ciò ha conferito alle agenzie un vero e proprio *market power* che, almeno sino a tempi recenti, non è stato accompagnato da alcuna forma di reale responsabilità (*power without accountability*).

Più specificamente, «[l]e agenzie di *rating* (...) possono essere definite come *public - private gatekeepers*, in cui coesistono — non sempre pacificamente, ed anzi con influenze reciproche non propriamente positive — una forma di legittimazione che deriva dal mercato (v. il meccanismo reputazionale) e una forma di legittimazione che deriva dalla regolazione (nel caso della *regulatory license view*). Le agenzie in origine traggono la loro legittimazione e la loro autorità dal mercato, ma il *regulatory enforcement* dei *ratings* comporta il

⁸⁸ Così PICARDI L., *op. cit.*, p. 719, che a proposito della qualificazione del *rating* alla stregua di un bene pubblico afferma quanto segue: «si comprende come il *rating* sia considerato alla stregua di un “bene pubblico”, dato che la diffusione di contenuti informativi complessi per il tramite di un indicatore facile da comprendere, per un verso, riduce o elimina le duplicazioni nelle quali verosimilmente incorrerebbero gli investitori che pure volessero impegnarsi separatamente in singole ricerche, per l’altro, consente ai possessori di modeste quantità di strumenti finanziari di evitare i costi di un’autonoma attività di raccolta, elaborazione e verifica delle informazioni».

⁸⁹ SIRIANNI G., *op. cit.*

passaggio da un'autorità privata, *epistemic* e *market oriented* ad un'autorità pubblica, legale e *government oriented*, le cui decisioni assumono un rilievo affatto peculiare in virtù dell'*endorsement* pubblico»⁹⁰. La legittimazione pubblica derivante dalla funzione regolatoria assegnata al *rating* del credito porta ad affermare che «le società di *rating*, al pari delle società di revisione, svolgono un ruolo *lato sensu* riconducibile agli interessi generali sottesi alla funzione di vigilanza pubblica sui mercati finanziari»⁹¹.

Il termine “*gatekeepers*” viene altresì spesso affiancato all'espressione “*reputational intermediaries*” (intermediari reputazionali)⁹². I due termini vengono

⁹⁰ PIANESI L., *op. cit.*, pp. 206-207, il quale riprende la definizione di BRUNER C.M., *States, Markets, and Gatekeepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization*. *Michigan Journal of International Law*, Vol. 30, No. 1, 2008; Society of International Economic Law (SIEL) Inaugural Conference Paper, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1152307>.

⁹¹ CAPRIGLIONE F., *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca borsa titoli di credito* 2008, 1, p. 53.

⁹² Un'ampia definizione di “intermediari reputazionali” è stata data da COFFEE JR., *Il cedimento degli «intermediari reputazionali» e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in AA.VV., *I controlli esterni nelle società quotate*, a cura di Amatucci, in *Quaderni di giur. comm.*, 2005, p. 26: «Il termine “intermediario reputazionale” è stato ampiamente adoperato per riferirsi a professionisti esterni che offrono i propri servizi al consiglio di amministrazione. L'idea centrale, a fondamento dell'uso del concetto, è che l'intermediario reputazionale sia un soggetto difficilmente propenso alla commissione di illeciti, poco o nulla ricavando dall'ingiusto profitto conseguito da amministratori e *managers*, responsabili diretti degli illeciti. Intermediario reputazionale è anche definito come colui che offre un servizio necessario o una certificazione,

senza i quali la società non può compiere determinate operazioni. Tale definizione appare eccessivamente omnicomprensiva, perché a tenore della stessa, la Microsoft potrebbe diventare un “intermediario reputazionale” per la maggior parte delle società del mondo (supposto che la sua tecnologia di base Windows sia indispensabile). Al contrario, adopererò il termine “intermediario reputazionale” in senso più ristretto, intendendo per tale colui che offre un’attività di verifica o di certificazione nell’interesse degli investitori. Nel prestare tale attività egli mette in gioco il patrimonio di reputazione guadagnato nel tempo grazie alla conclusione di operazioni, in relazione alle quali ha offerto ai risparmiatori garanzie sulla veridicità e completezza delle comunicazioni dell’emittente o sulla convenienza degli investimenti loro proposti».

Come pone in evidenza la dottrina, i «*Reputational Intermediaries* sono (...) una chiara espressione della socialità del mercato, vale a dire della presenza, al suo interno, di interessi super-individuali che accomunano l’insieme dei soggetti che si rivolgono al mercato in qualità di acquirenti o di offerenti e che non possono essere soddisfatti individualmente, all’interno dei singoli rapporti di scambio. In modo specifico gli “intermediari reputazionali” sono operatori, anch’essi privati, che rispondono alla necessità di offrire determinati beni informativi (necessari al fine di consentire la conclusione di singoli scambi) laddove sussistano fisiologiche asimmetrie informative tra offerenti e acquirenti. In quanto la funzione dell’intermediario è volta a incrementare la fiducia negli scambi, la sua attività può risolversi anche nella segnalazione dell’idoneità del prodotto allo scopo che l’acquirente intende realizzare, al di là della concreta trasmissione delle informazioni: i meccanismi fiduciari operano, in tal senso, nel presupposto che un controllo sia stato effettivamente svolto e che quelle informazioni siano disponibili, anche se non sono concretamente trasmesse. Gran parte delle certificazioni di mercato sono articolate secondo questo meccanismo, nell’intento di offrire ai consumatori degli orientamenti segnaletici che presuppongono un’attività di verifica, a prescindere dal concreto corredo informativo che le certificazioni sono in grado di trasmettere» (BENEDETTI A., *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di*

comunemente impiegati come sinonimi, anche se «nella prima definizione è più evidente la funzione di condizionamento dell'accesso al mercato, mentre nella seconda sono evidenziati i caratteri che fanno di questi soggetti attori sofisticati e affidabili nel mercato»⁹³. Il ruolo di intermediario reputazionale assume particolare rilievo nei mercati finanziari, ove è molto difficile per il creditore ottenere informazioni corrette ed esaustive sulla propria controparte contrattuale. Quest'ultima, infatti, detiene tutte le informazioni necessarie all'investitore per determinarsi ad operare in un senso piuttosto che nell'altro, ma avendo forti interessi personali nell'operazione (l'emittente-debitore è, difatti, controparte contrattuale dell'investitore-creditore) potrebbe facilmente essere indotta a non fornire un'informazione corretta e/o completa; appare, pertanto, più che comprensibile che l'investitore non riponga cieca ed incondizionata fiducia nelle comunicazioni dell'emittente. L'intermediario reputazionale interviene a colmare questa lacuna: essendo lo stesso un soggetto esperto e (soprattutto) terzo rispetto alle parti contrattuali, dotato di una buona reputazione che ne garantisce l'imparzialità e la professionalità (reputazione che, si crede, voglia preservare), potrà fornire al mercato un'informazione più attendibile, sulla quale gli investitori potranno riporre la propria fiducia. La fonte dell'informazione non sarà più, dunque, la controparte contrattuale, interessata all'operazione, ma un soggetto terzo estraneo al contratto, privo di interessi propri nell'operazione intrapresa dalle parti.

regolamentazione, in *Costituzionalismo.it* (http://www.costituzionalismo.it/articoli/425/#_ftn2), 2012, 2).

⁹³ AMMANNATI L., *op. cit.*, p. 2.

Il ruolo di *gatekeeping* svolto dalle agenzie di *rating* è apparso particolarmente evidente con riferimento allo sviluppo del mercato della finanza strutturata, ove il ruolo dei *raters* risulta particolarmente critico. Le società di *rating*, difatti, in occasione dell'emissione di prodotti di finanza strutturata non si sono limitate a valutare *ex post* (ossia successivamente alla loro creazione) il merito di credito dei nuovi strumenti, ma hanno *ex ante* fornito consulenza agli emittenti che hanno così potuto strutturare i propri prodotti in modo tale da ottenere il *rating* desiderato; non a caso si è sovente affermato che le operazioni di finanza strutturata sono guidate dai giudizi di *rating* (sono, cioè, *rating-driven*)⁹⁴. Si è trattato, come ha posto in evidenza la dottrina, di una vera e propria operazione di alchimia finanziaria⁹⁵, attraverso la quale vili

⁹⁴ Cfr. HILL C.A., *op. cit.*, p. 49: «Structured finance transactions are typically ratings-driven: most transactions are structured precisely to achieve a particular (high) rating. Indeed, a structured finance transaction will almost never go forward unless some of the securities sold in the transaction achieve a high investment grade rating»; ed ancora «In traditional transactions, the rating agencies rate “what’s there.” In structured finance transactions, the rating agencies are able to work with the parties to create “what’s there”—to create an instrument with desirable attributes» (*ibidem*).

⁹⁵ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 49-50: «The evidence suggests that the major agencies each may have acted as gatekeepers in the development of the structured-finance market. Certainly, rating-agency acceptance in general has been critical to development of the market. As one commentator recently noted, “Securitization is, and always has been, a ratings-driven product”. Structured-finance products are set up so that the securities that the structure issues receive particular ratings. That makes sense, because a major economic benefit that securitization is said to provide is “completing markets” – matching the risk levels of available investments with the risk preferences of investors. (...)

metalli (*i.e.* titoli con basso *rating*) sono stati trasmutati in prezioso oro (*i.e.* titoli con *rating* elevato).

Il ruolo di *gatekeepers* svolto dalle agenzie di *rating* è comunemente riconosciuto e non è oggetto di contestazione. Lo stesso, anzi, è stato recentemente rimarcato anche dal legislatore statunitense⁹⁶.

Una particolarità, tuttavia, connota le agenzie di *rating* del credito. Le agenzie di *rating* sono, difatti, dei *gatekeepers sui generis*, che presentano rilevanti peculiarità rispetto agli altri *gatekeepers*. In particolare, gli elementi che differenziano le agenzie di *rating* rispetto altri *gatekeepers* sono costituiti dal fatto che i) l'attività di classamento del merito di credito è più redditizia

Securitization allows the arranger to take a lot of medium-quality debt and turn it into a mix of high- and low-quality debt. Because changing debt quality is the essence of what has been called “the alchemy of asset securitization”, it is unsurprising that the products are designed to satisfy the established arbiters of credit quality, the rating agencies ».

⁹⁶ Cfr. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, approvato nel giugno 2010 ed entrato in vigore il 21 luglio 2010 (il testo completo è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>),

Sec. 931 (Findings): «(2) Credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, play a critical “gatekeeper” role in the debt market that is functionally similar to that of securities analysts, who evaluate the quality of securities in the equity market, and auditors, who review the financial statements of firms. Such role justifies a similar level of public oversight and accountability.

(3) Because credit rating agencies perform evaluative and analytical services on behalf of clients, much as other financial “gatekeepers” do, the activities of credit rating agencies are fundamentally commercial in character and should be subject to the same standards of liability and oversight as apply to auditors, securities analysts, and investment bankers».

(*profitable*) rispetto alle attività svolte dagli altri *gatekeepers*, ii) che la stessa è caratterizzata dalla presenza di maggiori e potenzialmente più seri conflitti di interessi (*conflicts of interest*) e, soprattutto, iii) che i *raters* hanno giocato un ruolo sempre più rilevante nelle operazioni di finanza strutturata (*structured finance*)⁹⁷.

Non c'è allora da stupirsi che Thomas Friedman abbia affermato: «There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful»⁹⁸.

⁹⁷ Così PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*. *FINANCIAL GATEKEEPERS: CAN THEY PROTECT INVESTORS?*, Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006; San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=900257>, pp. 62 ss..

⁹⁸ Interview with Thomas Friedman, *The MacNeil/Lehrer Newshour* (PBS television broadcast, Feb. 13, 1996). Condivide l'affermazione di Friedman HILL C.A., *op. cit.*, p. 47: «While most people would consider Friedman's statement an exaggeration, that Moody's and Standard & Poor's are enormously powerful presences in the financial markets is not in question. It is almost impossible to do a public offering of bonds without getting a rating from one, and often both, agencies; even private offerings are not infrequently rated». Per PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 66 «Friedman's quotation is intriguing, not because it accurately describes the status quo, but because it is so patently absurd».

6. Il ruolo delle agenzie di *rating* nelle recenti crisi finanziarie: dall'*Asian flu* alla crisi dei debiti sovrani

Prima di interrogarsi sul se (e, di conseguenza, sul titolo in base al quale) le agenzie di *rating* del credito debbano essere chiamate a rispondere dei danni cagionati dalla inesattezza od erroneità delle proprie valutazioni, non pare inopportuno ripercorrere brevemente la storia dei recenti scandali finanziari che hanno visto coinvolti (insieme ad altri soggetti, quali, ad esempio, le società di revisione ed il *management* delle imprese) i *raters*, per capire qual è il ruolo che gli stessi hanno svolto nella genesi delle recenti crisi finanziarie.

In generale, i *market gatekeepers* (società di *rating*, ma non solo) devono aver ricoperto un ruolo tutt'altro che marginale se la dottrina d'oltreoceano è arrivata ad affermare che due delle maggiori crisi che hanno colpito i mercati finanziari all'inizio del nuovo millennio (*i.e.* il fallimento del colosso Enron ed il caso originato da Merrill Lynch) affondano le proprie radici più nel fallimento dell'attività dei *gatekeepers* che non nel fallimento della *governance* delle società: «That question is not: why did some managements engage in fraud? But rather it is: why did the gatekeepers let them?»⁹⁹, la questione che le recenti vicende finanziarie hanno sollevato non è come mai alcuni emittenti si siano comportati in modo non corretto, ma come mai i controlli su tali emittenti non abbiano funzionato. Si ripropone, allora, l'imperitura domanda: *quis custodiet ipsos custodes?*

⁹⁹ COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., p. 18. Ed a p. 28: «Enron is more about gatekeeper failure than board failure».

Con riferimento alle agenzie di *rating* del credito, se il giudizio circa il lavoro dalle medesime svolto nella prima metà del XIX secolo è sostanzialmente positivo¹⁰⁰, pare ormai acclarato che lo stesso non si possa affermare con riferimento all'attività svolta nel periodo successivo, con particolare riguardo al periodo che va dagli anni '90 del secolo scorso in poi. Numerosi e rilevanti sono, difatti, i casi in cui si è palesata l'inaffidabilità dei giudizi espressi dalle agenzie di *rating*: tra gli esempi più citati si ricordano la c.d. "influenza asiatica" (*Asian Flu*), le vicende che hanno visti coinvolti Orange Country, Enron, WorldCom, Global Crossing, Executive Life, Washington Power ("Whoops"), General Motors, Ford, Cirio, Parmalat, fino ad arrivare alla recente crisi dei mutui *subprime*.

Per la verità, alcune critiche rispetto alla bontà del lavoro svolto dalle agenzie di *rating* erano già state sollevate dalla letteratura prima della crisi dei Paesi del Sud-est asiatico, occorsa alla fine degli anni '90 del secolo scorso¹⁰¹. La dottrina (in principio soprattutto straniera, seguita più tardi anche da quella nostrana) ha però cominciato ad interrogarsi seriamente sul ruolo e sulle responsabilità delle agenzie di *rating* soltanto dal manifestarsi della c.d. *Asian Flu*, ossia la crisi finanziaria delle "tigri asiatiche" della fine del XX secolo¹⁰². Ma la

¹⁰⁰ Cfr. SYLLA R., *op. cit.*, p. 21, che richiama gli studi in tre volumi di W. BRADDOCK HICKMAN, *The Volume of Corporate Bond Financing since 1900* (1953), *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (1958), *Statistical Measures of Corporate Bond Financing since 1900* (1960).

¹⁰¹ Si vedano i rinvii fatti da PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., p. 71, nt. 11.

¹⁰² A proposito dell'*Asian Flu*, ossia la crisi delle c.d. "tigri asiatiche" alla fine del XX secolo, si veda PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 71 ss..

questione è diventata davvero urgente ed improcrastinabile soltanto nell'ultimo decennio.

Tra i molti sopra citati, si possono brevemente ricordare i noti scandali che hanno interessato i gruppi Parmalat, Enron¹⁰³ e WorldCom¹⁰⁴, in ciascuno dei quali un ruolo importante è stato giocato dalle società di *rating*. Va, difatti, ricordato come tutti e tre i predetti gruppi abbiano goduto di *rating* positivi (di livello *investment grade*) sino alla vigilia dei rispettivi *default*¹⁰⁵. Addirittura, le obbligazioni Enron si poterono fregiare dell'*investment grade* fino a 4 giorni prima del suo fallimento. La (deprecabile) tendenza delle agenzie di *rating* a declassare il merito creditizio di un emittente solo pochi giorni prima del relativo *default* è stata descritta dalla dottrina nei

¹⁰³ Sul fallimento delle agenzie di *rating* e degli altri *gatekeepers* rispetto alla vicenda Enron cfr. COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., pp. 15 ss. (spec. pp. 34-35).

¹⁰⁴ Sulla vicenda WorldCom cfr. J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 36 ss..

¹⁰⁵ A proposito delle vicende Enron e WorldCom COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., p. 285 afferma che «ratings downgrade resembles more an obituary than a prophecy». E poco dopo: «considerable evidence does support the charge that the principal credit-rating agencies typically respond slowly to signs of financial danger. The reasons for their sluggish pace are complex (for example, the agency may often fear that if it downgrades an issuer's credit, this downgrade will, itself, cause bankruptcy because of the "trigger" clauses common in many bond indentures that turn a downgrade below investment grade status into a event of default). But this slow response pattern underscores the questionable social policy inherent in the SEC's long-standing refusal to open up this market to competition. Logically, active competition among credit raters should lead to a quicker response to the signs of credit deterioration» (ID., p. 286).

seguenti termini: «[i]t is as if a doctor claimed that none of his patients had ever died, without disclosing that he usually resigned when they became seriously ill»¹⁰⁶. Insomma, un *downgrade* del *rating*, ove intempestivo (e, nei casi qui richiamati, gravemente intempestivo), non può certo esimere da responsabilità il *rater* ed essere dal medesimo utilizzato come argomento a sostegno della bontà del proprio operato.

Uno dei fallimenti storicamente più importanti è stato quello di Enron, multinazionale statunitense operante nel campo dell'energia, avvenuto improvvisamente ed inaspettatamente alla fine del 2001¹⁰⁷. La particolarità del *default* di Enron – sottolinea la dottrina – è costituita dal fatto che lo stesso ha avuto un impatto significativo sull'intero mercato nel suo complesso, tanto da spingere gli investitori a domandare una maggiore trasparenza¹⁰⁸: «[b]ehind this disruption lies the market's discovery that it cannot rely upon the professional gatekeepers - - auditors, analysts, and others - - whom the market has long trusted to filter, verify and assess complicated financial information. Properly understood, Enron is a demonstration of gatekeeper failure, and the question it most sharply poses is how this failure should be rectified»¹⁰⁹. Anche se nella vicenda Enron le agenzie di

¹⁰⁶ COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., p. 297.

¹⁰⁷ Il 2 dicembre 2001 Enron annunciò che si sarebbe spontaneamente sottoposta alla procedura di fallimento del *Chapter 11* del codice fallimentare degli Stati Uniti.

¹⁰⁸ Così COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., p. 4.

¹⁰⁹ COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., pp. 4-5.

rating non sono state in prima fila tra gli imputati¹¹⁰, è tuttavia emerso in modo chiaro come la bontà del loro operato fosse fortemente discutibile^{111 112}.

Altro celebre *default*, che ha riguardato più da vicino il mercato italiano, è stato il crack Parmalat, verificatosi alla fine del 2003. Si è trattato di uno dei maggiori scandali finanziari che abbiano mai colpito l'Europa, che ha avuto

¹¹⁰ Nella vicenda Enron le agenzie di *rating* finiscono sul banco degli accusati insieme agli altri *gatekeepers*, ma non sono in prima fila tra gli imputati: v. PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 78 s.; HILL C.A., *op. cit.*, p. 44, 2004 (« Rating agencies certainly didn't do a spectacular job with Enron, but there is considerable evidence that in the normal course, they do a good, if not stellar, job. The rating agencies also have apparently learned some lessons from Enron and its aftermath»).

¹¹¹ Sul default della Enron e sulle carenze mostrate dalle agenzie di *rating* in questa occasione cfr. KORMOS, B.J., *op. cit.*, pp. 6 ss. («it is interesting to note that Enron had “consistently lobbied for a higher rating,” with the CRAs. Whatever the true effect of Enron's pressure, it is apparent that the CRAs accepted Enron's view of its transactions, without conducting any investigation of their own, to substantiate either their ratings, or their continued complacency in the face of overwhelming and mounting evidence to cause concern»: p. 8).

¹¹² Dopo le deludenti *performances* delle agenzie di *rating* in occasione delle vicende Enron e WorldCom sia il Senato statunitense che la SEC cominciano ad interrogarsi e ad indagare circa il ruolo e l'attività delle agenzie di *rating*. Cfr. STAFF OF THE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS – UNITED STATES SENATE, *Financial Oversight of Enron: the Sec and Private-Sector Watchdogs*, October 7, 2002, in <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT82147/pdf/CPRT-107SPRT82147.pdf>; SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, January 2003, in <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.

importanti ripercussioni negative sugli azionisti e sugli obbligazionisti del gruppo, i quali hanno perso gran parte o l'intero loro investimento. Il ruolo che le agenzie di *rating* hanno ricoperto in questa vicenda emerge in modo chiaro da una sentenza resa dal Tribunale di Milano nel 2011, ove sono evidenziati i plurimi e gravi inadempimenti delle agenzie nello svolgere l'incarico di classamento del merito creditizio dei titoli emessi da Parmalat¹¹³.

Chi ha individuato la causa prima della crisi finanziaria degli inizi del nuovo millennio nel fallimento collettivo dell'attività dei *gatekeepers* (revisori, analisti ed agenzie di *rating* del credito) ha identificato due possibili spiegazioni tra loro complementari¹¹⁴: la prima (chiamata *Deterrence Explanation* o *Deterrence Story*), di stampo economico, vede combinarsi, da un lato, la diminuzione del rischio di responsabilità in capo ai revisori, dovuta all'affermarsi di una giurisprudenza della Suprema Corte degli Stati Uniti agli stessi favorevole, all'introduzione di una legislazione benevola nei loro confronti ed allo spostamento dell'attenzione della SEC dal controllo sulle maggiori società di revisione verso altri soggetti¹¹⁵; dall'alto, l'aumentare dei benefici legati all'acquiescenza ed alla fornitura di servizi di consulenza, che portano nelle casse dei revisori introiti maggiori rispetto a quelli derivanti dagli stessi servizi di revisione contabile. La

¹¹³ Per l'esame della pronuncia Milanese si rinvia al capitol IV, sezione III, § 4.

¹¹⁴ COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., pp. 11 ss..

¹¹⁵ Precisa l'A.: «In any event, the point here is not that any of these changes were necessarily unjustified or excessive, but rather that their collective impact was to appreciably reduce the risk of liability» (COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., p. 13).

seconda spiegazione (chiamata *Bubble Story* o *The irrational Market Story*), di stampo psicologico, ipotizza che la bolla che ha investito i mercati azionari verso la fine degli anni '90, portando ad una crescita esponenziale del prezzo delle azioni, abbia provocato negli investitori uno stato di euforia tale per cui l'attività svolta dai *gatekeepers* veniva considerata sostanzialmente secondaria (se non, addirittura, irrilevante)¹¹⁶. A seconda che si privilegi una spiegazione piuttosto che l'altra (le quali, sottolinea l'A., non si contraddicono tra di loro, essendo, anzi, complementari) diversi saranno i rimedi che verranno suggeriti¹¹⁷.

¹¹⁶ In questi termini ancora COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., p. 17: «Indeed, in an atmosphere of euphoria in which stock prices ascend endlessly and exponentially, gatekeepers are largely a nuisance to management, which does not need them to attract investors. Gatekeepers are necessary only when investors are cautious and skeptical, and in a market bubble, caution and skepticism are largely abandoned. Arguably, auditors were used in such an environment only because SEC rules mandated their use or because no individual firm wished to call attention to itself by becoming the first to dispense with them. In any event, if we assume that the auditor will be largely ignored by euphoric investors, the rational auditor's best competitive strategy (at least for the short term) was to become as acquiescent and low cost as possible. For the securities analyst, a market bubble presented an even more serious problem: it is simply dangerous to be sane in an insane world».

¹¹⁷ COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., p. 23: «To the extent one accepts the deterrence story, we may need legal changes. In principle, these changes could either raise the costs or lower the benefits of acquiescence to auditors. To the extent one accepts the bubble story, the problem may be selfcorrecting. That is, once the bubble bursts, gatekeepers come back into fashion, as investors become skeptics who once again demand assurances that only credible reputational intermediaries

Ma è soprattutto con riferimento alla crisi globale finanziaria che ha avuto inizio negli anni 2007-2008 (e che ancor oggi riverbera i suoi infausti effetti) che il ruolo giocato dalle agenzie di *rating* si è fatto particolarmente evidente¹¹⁸. Si tratta, si ricorderà, di una crisi originatasi a partire dal settore della c.d. finanza strutturata¹¹⁹; tale crisi è stata generata da una congerie di fattori diversi e tra loro concomitanti, ma le società di *rating* hanno indubbiamente giocato un ruolo di primo piano. In questo caso, le ripercussioni del cattivo lavoro svolto dalle agenzie di *rating* sono state molto più gravi che nel passato, in quanto il fallimento dell'attività dei *rater* non ha riguardato una singola emissione o un singolo emittente (come nei casi

can provide. To the extent, one takes the reverse position, regulatory action is needed».

¹¹⁸ HUNT J.P., *op. cit.*, p. 13, nota come, ironicamente, la crisi del 2007-2008 è scoppiata proprio quando il Congresso degli Stati Uniti e la SEC avevano appena concluso i lavori della nuova normativa sulla disciplina delle agenzie di rating (il *Credit Rating Agency Reform Act*, del 2006).

¹¹⁹ Financial Stability Forum, *Rapporto del Financial Stability Forum. Rafforzare la solidarietà dei mercati e degli intermediari*, 7 aprile 2008, consultabile all'indirizzo http://www.bancaditalia.it/media/notizie/FSF/RAPPORTO_FSF_7_Aprile_2008.pdf; in lingua originale (*Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*) all'indirizzo

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf.

Per approfondimenti e riferimenti sulla crisi della finanza strutturata si rinvia a PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 86 ss..

Enron e Parmalat), ma ha interessato un'intera classe di prodotti finanziari¹²⁰.

In un'ottica generale, vi è chi sostiene che la causa della crisi attuale sia (non economica ma) finanziaria, e sia stata generata dalla cartolarizzazione, in varie forme, del rischio di credito¹²¹. La problematica della

¹²⁰ Così CERVONE E., *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2009, p. 284, ove ulteriori riferimenti.

¹²¹ MERUSI F., *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca borsa titoli di credito* 2009, 3, pp. 253 ss., secondo cui «[i]l trasferimento progressivo ed incontrollato del rischio di credito altro non è che una moderna e sofisticata catena di S. Antonio destinata a provocare il ben noto effetto domino non appena si determina un'insolvenza in qualche punto della catena» (p. 255). E la soluzione proposta è drastica: «proibire per legge la cartolarizzazione, sotto qualsiasi forma, del rischio di credito» (p. 256). Già SPANO E., *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.* 1999, I, p. 439, alla vigilia dell'entrata in vigore della l. n. 130 del 1999, interrogandosi su quali fossero le ragioni che avevano guidato il legislatore nella predisposizione della nuova disciplina sulla cartolarizzazione dei crediti, notava: «Conoscendo la situazione attuale dell'intero settore bancario, alle prese con problemi di adeguatezza del patrimonio di vigilanza, di *ratios* patrimoniali, di incidenza delle sofferenze sui crediti, di adeguatezza del grado di copertura delle sofferenze, di *roe* ecc. è difficile pensare che il legislatore non abbia avuto come obiettivo preminente lo smobilizzo dei *bad credits* al fine di facilitare il superamento nell'ambito dell'ordinamento italiano delle problematiche specifiche degli istituti di credito».

Dopo la crisi dei mutui *suprime* e lo scarso tempismo in quell'occasione dimostrato dalle agenzie di *rating* nel declassare prontamente i titoli, sono sorti numerosi dibattiti sul ruolo e le responsabilità delle agenzie di rating. Cfr. SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, in <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>;

cartolarizzazione del rischio di credito è molto vasta e non è questa la sede in cui affrontarla; ci si può qui limitare a ricordare come le agenzie di *rating* rivestano un ruolo di primaria importanza nelle operazioni di cartolarizzazione, essendo fondamentale in questo contesto l'analisi del merito creditizio, specie ove l'operazione di cartolarizzazione abbia ad oggetto crediti futuri¹²² e/o *bad credits*¹²³.

Nelle operazioni di cartolarizzazione¹²⁴ il ruolo svolto dalle agenzie di *rating* assume una rilevanza particolare, ben maggiore rispetto all'ipotesi di classamento delle emissioni di prodotti tradizionali. Nell'ipotesi in esame, difatti, l'investitore (non solo *retail*, ma anche professionale¹²⁵ – tant'è vero che l'impatto delle valutazioni emesse dalle agenzie di *rating* è stato acuito proprio dal fatto che intermediari ed investitori istituzionali, in mancanza di modelli autonomi di valutazione del rischio, vi hanno riposto affidamento,

IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, May 2008, in <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf>.

¹²² VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impresa* 2007, 4-5, p. 1034, il quale rileva come «non può farsi a meno di sottolineare come, in realtà, sia tutto il sistema concernente “l'informazione” agli investitori in titoli da cartolarizzazione ad apparire lacunoso ed approssimativo» (p. 1036).

Sulla definizione dei “crediti futuri” cfr. SPANO E., *op. cit.*, pp. 440 ss..

¹²³ SPANO E., *op. cit.*, p. 445.

¹²⁴ Per ulteriori approfondimenti sul processo di cartolarizzazione dei mutui *subprime* si rinvia alla bibliografia citata da PIANESI L., *op. cit.*, p. 181, nt. 9.

¹²⁵ CAPRIGLIONE F., *op. cit.*, p. 53.

facendovi grande ricorso¹²⁶ –) si trova nell'impossibilità di analizzare le migliaia di crediti ceduti con un'operazione di cartolarizzazione, sicché, «[d]i fatto, la decisione di acquisto si sposta dai crediti oggetto di cartolarizzazione (che l'investitore non conosce e non può conoscere) alla credibilità dell'istituzione, che ha attribuito il *rating*. Si verifica cioè quello che si verifica per i quadri di De Chirico: in ultima analisi non interessa l'autenticità del quadro o della firma, ma l'autorevolezza del perito che ha rilasciato l'*expertise*»¹²⁷. Nelle operazioni di cartolarizzazione, dunque, ancor più che con riguardo ai prodotti finanziari tradizionali, il *rating* diventa oggetto sostanziale della decisione di investimento¹²⁸, in quanto ancora con più evidenza emerge l'asimmetria informativa esistente tra il lato della domanda ed il lato dell'offerta¹²⁹.

¹²⁶ Università di Cagliari, *Crisi dei mercati tra diagnosi e terapia*, Intervento del presidente della Consob Lamberto Cardia, Cagliari, 2 ottobre 2009, disponibile su www.consob.it, p. 8: «Nello svolgersi della crisi, è risultato chiaro che molti intermediari e investitori istituzionali non disponevano di modelli autonomi di valutazione del rischio e che, per tale motivo, i giudizi espressi dalle società di *rating* erano diventati il principale riferimento. Spostata quindi l'attenzione sulla validità del lavoro delle agenzie di *rating*, è emerso che esse stesse non disponevano di modelli di valutazione adeguati alle caratteristiche dei nuovi strumenti finanziari e che i loro giudizi, anziché essere imparziali, erano fortemente condizionati dalla presenza di conflitti di interessi».

¹²⁷ SPANO E., *op. cit.*, p. 443.

¹²⁸ SPANO E., *op. cit.*, pp. 442 s..

¹²⁹ Cfr. LINCiano N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, in *Quaderni di Finanza* della Consob, n. 62, settembre 2008, p. 11: «Nelle operazioni di finanza strutturata, il *rating* svolge un ruolo centrale sul piano informativo a causa di molteplici fattori: la complessità degli strumenti; l'opacità dei SIV, dei *conduit* e dei

Non a caso le agenzie di *rating* hanno avuto un ruolo cruciale per l'affermarsi della nuova finanza strutturata, poiché hanno convinto gli investitori ad accettare i nuovi e complessi strumenti derivati, assicurandoli circa la loro bontà ed il loro basso livello di rischio¹³⁰.

La recente crisi della finanza strutturata è stata causata, in particolare, dalla vendita di strumenti finanziari legati ai c.d. mutui *subprime*¹³¹, i quali sono stati oggetto di operazioni di cartolarizzazione e sono stati quindi posti sul mercato. I mutui *subprime* sono mutui concessi a clienti che, avendo già in precedenza manifestato situazioni di ritardo nell'adempimento e/o di insolvenza, sono dotati di uno scarso profilo di affidabilità; per compensare il maggior rischio legato al profilo di tali clienti (più esposti al pericolo di insolvenza) i mutui vengono concessi a tassi più elevati rispetto a quelli accordati ai clienti *prime*, ossia ai clienti dotati di un maggior grado di affidabilità¹³². Come se tutto ciò non bastasse, un ulteriore elemento contribuisce a colorare di una particolare rischiosità i mutui *subprime*, ossia le modalità – per così dire – “disinvolte” con le quali gli

veicoli che emettono CDO che, non essendo quotati, non sono tenuti al rispetto di obblighi informativi; l'assistenza che le agenzie prestano ai fini della configurazione dell'operazione, mirata al raggiungimento dell'obiettivo di rating che l'*originator* si è prefisso».

¹³⁰ HUNT J.P., *op. cit.*, p. 9.

¹³¹ Per un'elencazione dei principali fatti avvenuti tra il 2007 ed il 2009 si veda Associazione laureati LUISS, *Regolazione e mercato*, intervento del presidente della Consob Lamberto Cardia, Roma, 24 aprile 2009, disponibile sul sito www.consob.it, pp. 1 ss..

¹³² Per ulteriori informazioni sui mutui *subprime* si veda *Cosa sono i subprime?*, all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>.

stessi vengono concessi, senza effettuare particolari controlli suimutuatari e sulle garanzie dagli stessi offerte¹³³. Il meccanismo della cartolarizzazione, che permette ai mutuanti (intermediari quali banche e società finanziarie) di liberarsi del rischio di credito legato ai mutui *subprime* trasladolo sul mercato, ha reso gli stessi meno solleciti nell'effettuare i controlli necessari, favorendo l'azzardo morale.

Insomma, negli Stati Uniti banche e finanziarie, senza effettuare controlli approfonditi e senza richiedere garanzie adeguate, erogano con eccessiva facilità a clienti scarsamente affidabili mutui che prevedono la corresponsione di tassi di interessi più elevati rispetto a quelli applicati alla clientela più affidabile; i prestiti *subprime* vengono poi cartolarizzati ed i relativi crediti trasformati in titoli negoziabili, collocati sui mercati finanziari ad ignari acquirenti, fiduciosi della bontà dello strumento in virtù del *rating* favorevole che lo accompagnava. Con l'aumentare dei tassi di interesse e la perdita di valore degli immobili, i clienti *subprime* sono diventati in larga parte insolventi (in molti casi, il valore deprezzato degli immobili risultava inferiore al debito residuo legato all'erogazione dei mutui, che spesso erano a tasso variabile, sicché poteva risultare più conveniente per i mutuatari smettere di pagare il mutuo); il pignoramento

¹³³ In particolare, «[a] rendere ancor più rischioso il profilo di questi mutui è la circostanza che spesso sono stati rilasciati a persone che dichiaravano soltanto il proprio reddito, senza fornire alcuna documentazione al riguardo e l'ammontare del mutuo era spesso un multiplo del reddito dichiarato oppure il mutuo era concesso ad un tasso d'interesse inizialmente scontato che poi nei successivi 12/24 mesi era destinato inevitabilmente ad alzarsi» (FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 164).

degli immobili molte volte non risultava sufficiente a ripianare la situazione, in quanto, a seguito della flessione dei prezzi degli immobili, il valore del bene risultava spesso inferiore alla somma concessa a mutuo¹³⁴.

In questa vicenda la responsabilità delle agenzie di *rating* è emersa sotto un duplice profilo.

Un primo profilo di responsabilità concerne l'attribuzione originaria dei *rating* ai prodotti derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione dei mutui: le società di *rating*, chiamate ad esprimere la propria valutazione circa il merito creditizio dei titoli derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione, nonostante il basso merito creditizio degli strumenti sottostanti (i mutui *subprime*), espressero una serie di giudizi positivi sulle operazioni di cartolarizzazione dei mutui¹³⁵.

Un secondo profilo concerne la successiva attività di monitoraggio delle valutazioni già emesse, attività che è stata svolta in modo gravemente intempestivo, in quanto la revisione dei giudizi di *rating* è intervenuta con grande ritardo rispetto al momento in cui si era verificata la flessione dei prezzi degli immobili.

¹³⁴ Sulla vicenda dei mutui *subprime* v. CAPRIGLIONE F., *op. cit.*; *La crisi dei mutui subprime*, 19 ottobre 2007, in <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisimutuisubprime.htm>; LINCiano N., *La crisi dei mutui subprime*, cit..

¹³⁵ Cfr. NAGY T., Note, *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, 94 MINN. L. REV. 140, 144 n.30 (2009), http://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2011/08/Nagy_MLR.pdf, p. 146: «Due to risk distribution and diversification, the agencies typically graded the aggregated pool much higher than they would have rated the individual loans. The agencies assigned “AAA” ratings to almost all residential mortgage-backed securities».

Emerge, dunque, un duplice profilo di responsabilità delle società di *rating*, con riferimento sia al momento dell'emissione del *rating* sia, *in itinere*, alla mancata tempestiva modifica delle valutazioni assegnate. Le stesse si pongono, innanzitutto, tra i soggetti che hanno contribuito all'originarsi della crisi degli strumenti finanziari derivati, avendo attivamente partecipato al processo di strutturazione degli strumenti destinati ai mercati internazionali. Non solo, dopo aver rilasciato *rating* (positivi) non corrispondenti al rischio di credito degli strumenti derivati, le stesse non hanno successivamente provveduto a declassarli tempestivamente non appena rilevato lo stato di decozione dei relativi emittenti, mantenendo valutazioni favorevoli sino all'incombere dei relativi *default*.

All'interno della crisi dei mutui *subprime* particolare rilievo assume la vicenda Lehmann Brothers. In questo caso le agenzie di *rating* avevano classificato i *bond* come "a basso rischio". La società Lehmann Brothers conservò il proprio *rating* in categoria A (in particolare, A1 per Moody's e A per Standard&Poor's, ossia giudizi *investment grade*, ed anche piuttosto elevati) fino al 15 settembre 2008, giorno in cui è stata dichiarata fallita. Emerge chiaramente il cattivo lavoro svolto dalle società di *rating*, non solo nel rilasciare la valutazione iniziale, ma anche nel monitorarla nel corso del tempo e nell'adeguare prontamente (in questa ipotesi, al ribasso) ai cambiamenti nel frattempo intervenuti.

La vicenda Lehmann Brothers ha avuto importanti ripercussioni anche nel nostro Paese. In Italia, infatti, i titoli obbligazionari Lehmann erano stati inseriti nella procedura di monitoraggio "Patti Chiari", sponsorizzata dall'Abi, nell'elenco dei titoli a basso rischio di credito; tale procedura si basava, fondamentalmente, proprio sul

giudizio delle agenzie di *rating*¹³⁶. In virtù del *rating* positivo e dell'inserimento dei titoli Lehmann nell'elenco Patti Chiari molti investitori si sono determinati ad investire in quegli strumenti, subendo importanti conseguenze negative a seguito del *default* della società.

I meccanismi attraverso i quali si è pervenuti ad un tale risultato negativo sono vari: tra di essi, si ricordano la pratica del c.d. *rating shopping* (per cui l'emittente richiede più valutazioni a diverse agenzie e poi diffonde soltanto quella più favorevole), la particolare natura del rapporto tra agenzie ed emittenti durante la fase di strutturazione delle emissioni, la (eventuale) comunicazione di false informazioni alle agenzie di *rating* da parte degli *originator*¹³⁷.

In molti si sono interrogati su come sia stato possibile che le agenzie di *rating* abbiano rilasciato valutazioni tanto distanti dal reale merito creditizio dei prodotti strutturati, con il serio rischio di mettere a repentaglio la propria reputazione; varie possibili ragioni sono state individuate.

È stato, innanzitutto, posto in evidenza come gli introiti derivanti alle agenzie di *rating* dalla valutazione

¹³⁶ Associazione laureati LUISS, *Regolazione e mercato*, cit., p. 5: «Vale la pena *per incidens* di ricordare che i titoli obbligazionari Lehman Brothers subito prima del “default” erano inseriti nella procedura di monitoraggio detta “Patti Chiari” sponsorizzata dall’Abi nell’elenco dei titoli a basso rischio di credito. Tale procedura era infatti fondamentalmente basata sul giudizio delle agenzie di *rating*. Successivamente al default Lehman Brothers è stata sospesa l’elaborazione di tali elenchi. L’Abi inoltre ha assunto una serie di iniziative a tutela dei clienti di banche, risultati possessori di titoli del gruppo Lehman».

¹³⁷ ENRIQUES L. e GARGANTINI M., *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giuridica dell’economia* 2010, 2, pp. 480-481.

dei prodotti strutturati costituisse una parte importante delle loro entrate¹³⁸: l'interesse economico che le agenzie avevano nel classamento dei prodotti strutturati può aver costituito un incentivo ad operare in modo poco accorto, privilegiando gli interessi propri e dei propri committenti a scapito di quello alla correttezza dell'informazione diffusa sui mercati (conflitto di interessi). Il legame tra gli interessi delle agenzie di *rating* e gli interessi dei committenti delle valutazioni è apparso così stretto che il loro rapporto è stato definito "simbiotico"¹³⁹.

Sembra, inoltre, che le scarse prestazioni delle agenzie di *rating* siano collegate al fatto che le stesse, a fronte dell'accrescersi del numero e della complessità delle valutazioni rilasciate (i prodotti di finanza strutturata sono più recenti e più complessi da valutare rispetto ai prodotti finanziari tradizionali), non abbiano approntato e dedicato risorse adeguate all'attività di classamento creditizio delle nuove entità, non aggiornando le metodologie di *rating* utilizzate e/o non assumendo personale aggiuntivo¹⁴⁰.

¹³⁸ Cfr. LINCiano N., *La crisi dei mutui subprime*, cit., p. 2, nt. 4: «si stima che per le maggiori agenzie di rating le commissioni derivanti dalla configurazione di prodotti strutturati (che in percentuale del valore nominale delle operazioni raggiungono anche il triplo di quelle corrispondenti al rating di prodotti non strutturati) si siano attestate, nel 2006, a un valore superiore al 50% delle entrate complessive (...), registrando una flessione nel 2007 quando (a seguito del crollo delle emissioni nella seconda metà dell'anno) si sarebbero portate a un valore tra il 40 e il 50%».

¹³⁹ Così ONADO M., *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009, p. 159: «al cuore dell'infernale meccanismo delle *securitisations* che produce titoli "tossici", vi è il rapporto simbiotico fra banche di investimento che organizzano le emissioni e agenzie di rating che formulano i loro giudizi».

¹⁴⁰ Nel rapporto della SEC del 2008 (SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select*

La messa in comune di una massa di crediti e la loro suddivisione in diverse *tranche* ha premesso alle agenzie di *rating* di “trasformare” titoli ad alto rischio (*junk bonds*, obbligazioni-spazzatura) in titoli con elevato merito di credito¹⁴¹. Non a caso, in dottrina è stato affermato che,

Credit Rating Agencies, July 2008, disponibile all’indirizzo <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, p. 12) si legge: «Resource issues appear to have existed in other structured finance groups outside of the RMBS and CDO areas. For instance, at one rating agency, an analytical manager in the firm’s real estate group stated in one email that “[o]ur staffing issues, of course, make it difficult to deliver the value that justifies our fees” and in another email that “[t]ensions are high. Just too much work, not enough people, pressure from company, quite a bit of turnover and no coordination of the non-deal ‘stuff’ they want us and our staff to do.” Similarly, an email from an employee in the same firm’s asset backed securities group stated that “[w]e ran our staffing model assuming the analysts are working 60 hours a week and we are short on resources. . . . The analysts on average are working longer than this and we are burning them out. We have had a couple of resignations and expect more”». Cfr. altresì DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 4: «it is apparent that the leading rating agencies compromised their standards in order to capture higher fees from increasingly complex deals (CGFS 2008). The leading rating agencies were overwhelmed by the huge volume of new structured finance deals that they were being asked to rate: one Moody’s analyst even recalls rating a 1 billion U.S. dollars structured deal in 90 minutes (...). The leading rating agencies also experienced pressure from clients, issuers, and arrangers of these instruments, and junior employees have said they felt pressured by more senior managers (...))».

¹⁴¹ Il meccanismo è spiegato da COVAL J.D., JUREK J.W. e STAFFORD E., *The Economics of Structured Finance* (October 20, 2008). *Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-060*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1287363> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1287363>. Secondo gli A., due sono gli elementi alla base della rapida ascesa e del fallimento della

«[w]ith respect to these new instruments, the agencies have become more like “gateopeners” than gatekeepers»¹⁴²: con riguardo ai nuovi strumenti della finanza strutturata, le agenzie di *rating* sembrano essersi comportate più da *gateopeners* che da *gatekeepers*, facilitando l’accesso al mercato di prodotti che, senza una

finanza strutturata: «the extreme fragility of their ratings to modest imprecision in evaluating underlying risks and their exposure to systematic risks» (p. 3), ossia la fragilità dei *rating* assegnati ai prodotti strutturati dovuta al fatto che imprecisioni anche modeste nei parametri di valutazione possono comportare variazioni significative del *rating* finale e la sostituzione di rischi diversificati con rischi altamente sistematici, perciò meno capaci di sopravvivere a situazioni di grave recessione economica rispetto ai titoli tradizionali dotati del medesimo *rating*.

Sembra, inoltre, che le dimensioni delle *tranches senior*, ossia quelle con più elevato merito di credito (anche AAA), siano state aumentate dalle agenzie di *rating* in modo pressoché discrezionale. Cfr. COFFEE J.C., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly* (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1650802>, p. 12: «In short, the evidence shows not that the CRAs’ valuation models were wrong, but that they were systematically overridden in a manner that increased the size of AAA tranches. The degree to which CRAs overrode their own models to increase the size of the senior tranche that could now be rated AAA appears both extraordinary and largely based on discretionary upward adjustments. (...) In making these discretionary adjustments, the CRAs appear to have been acquiescing in the desires of the investment banks that engineered these securitizations. By increasing the size of the AAA tranche, the rating agencies made the CDO both more valuable and, at least as important, easier to sell (as lower rated tranches could only be sold to a much smaller audience)».

¹⁴² PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, cit., p. 60.

valutazione positiva, difficilmente avrebbero riscosso successo tra il pubblico degli investitori. Le agenzie di *rating*, con sapiente alchimia, hanno insomma trasformato il vil metallo (crediti con basso *rating*, rappresentati da mutui di bassa qualità) in prezioso oro (titoli con *rating* elevato, facilmente collocabili sul mercato), con esiti che a posteriori sono stati definiti “impressionanti”¹⁴³. Si

¹⁴³ Cfr. PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 259: «I dati emersi successivamente sono impressionanti; secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI, 2008) degli 1,2 trilioni di dollari di mutui *sub-prime* emessi a fine 2007, il 75% era stato cartolarizzato e di questo l’80% aveva ricevuto la magica tripla A: cioè il 60% del credito a rischio magicamente, con la collaborazione delle agenzie di *rating*, era stato trasformato in titoli sedicentemente a prova di bomba. Si comprende allora facilmente l’affermazione secondo cui le operazioni di finanza strutturata, non solo quelle esemplificate aventi come sottostanti i mutui *sub-prime*, erano *rating driven*». Dati interessanti sui *rating* attribuiti ai prodotti strutturati si rinvengono anche nei documenti delle stesse agenzie di *rating*. Cfr. FITCH RATINGS, *Inside the Ratings: What Credit Ratings Mean*, August 2007, http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/what_ratings_mean.pdf, p. 5: «As at June 30, 2007, ‘AAA’ obligors represented only 1% of Fitch’s corporate and financial institution coverage. The absolute universe of ‘AAA’ ratings has however grown as structured finance issuance has grown. ‘AAA’ ratings are much more common for structured finance transactions (60% of outstanding ratings at June 30, 2007) due to the ability to “tranche” securities into various layers»: mentre solo l’1% delle emissioni societarie valutate da Fitch aveva un *rating* pari ad AAA (ossia il miglior giudizio possibile), circa il 60% dei prodotti della finanza strutturata aveva invece un *rating* pari ad AAA. Come ciò sia possibile lo spiega la stessa Ficht: «A target rating level can usually be achieved through the amount of subordination, or “credit enhancement” created. In a tranching structure, the so-called equity layer represents the first loss position, and typically only after it is

comprende allora l'affermazione per cui le operazioni di finanza strutturata sono *rating-driven*, in quanto i *rater* non si limitano a rilasciare un proprio giudizio su un prodotto già finito, ma intervengono attivamente nella costruzione del prodotto che costituirà l'oggetto del loro giudizio, con palesi problemi di conflitto di interessi¹⁴⁴.

exhausted will each successive tranche potentially be exposed to loss. Thus, even with a high risk pool of assets, a senior layer can be sized with sufficient credit enhancement below it to absorb losses (i.e. equity, subordinated and/or mezzanine tranches) to create a security commensurate with a 'AAA' rating» (*ibidem*).

¹⁴⁴ Tale locuzione ricorre, ad esempio, in HILL C.A., *op. cit.*, p. 49. Quest'ultima, però, non manifesta contrarietà al modello *rating-driven* in sé e per sé considerato, ma soltanto se utilizzato in maniera scorretta (HILL C.A., *op. cit.*, p. 49, nt. 29): «Some commentators, including Partnoy, have criticized ratings-driven transactions on grounds that the transaction “ought” in some sense to drive the rating and not the other way around. *See, e.g.*, Partnoy, *Two Thumbs Down, supra*, at 664–70. But the criticism is less valid than might initially appear to be the case. If the rating agencies are mistakenly favoring or encouraging a type of transaction – that is, they are treating the transaction more favorably than its fundamentals warrant – the criticism ought to be not that the transaction is ratings-driven but that its treatment is incorrect. If, by contrast, the rating agencies have identified a set of features that make a transaction easy and appropriate to rate as high quality, the endeavor does not seem so problematic. Investors look for transactions whose quality they can verify easily; the rating agencies work with the transaction structurers to create transactions as to which the rating agencies can cost-effectively give the investors the information they want. In traditional transactions, the rating agencies rate “what’s there.” In structured finance transactions, the rating agencies are able to work with the parties to create “what’s there” – to create an instrument with desirable attributes. Note that my remarks here are not applicable to abusive variants of structured finance transactions that were used in Enron. Another ratings-driven practice is more problematic: when a

Interessante, tra il faceto ed il ridicolo, il contenuto di alcuni dei documenti interni delle agenzie di *rating* raccolti ed analizzati dalla SEC: «For example, in one exchange of internal communications between two analysts at one rating agency, the analysts were concerned about whether they should be rating a particular deal. One analyst expressed concern that her firm’s model did not capture “half” of the deal’s risk, but that “it could be structured by cows and we would rate it.”»¹⁴⁵.

In talune occasioni le agenzie di *rating* di sono giustificate affermando che «speed is not their job – only

company creates an instrument designed to be treated as equity by the rating agencies, but which has many of the characteristics of debt. Again, the problem is not that the practice is driven by the rating but that the rating agencies may be “getting it wrong.” Rating agencies, like many other entities, have to draw a line between debt and equity. This line is notoriously difficult to draw».

¹⁴⁵ SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, in

<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, p. 12.

La citazione tratta dalle comunicazioni raccolte dalla SEC e *supra* riportata viene dalla dottrina giustificata se contestualizzata. In proposito SZEGO B. e GOBBO G., *op. cit.*, p. 340 affermano: «La citazione riportata in apertura – “*We rate everything, even if it is structured by cows, we rate it*” – è uno dei tanti aneddoti emersi in relazione alla crisi del 2008. È una frase che turba, se letta in quel contesto. Ma se de-contestualizzata, essa può essere letta in modo più neutrale e significare che a tutto si può dare un *rating*, anche al prodotto peggiore. Vanno aggiunte, però, due condizioni: che il *rating* sia accurato (*rectius*: in buona fede possa ritenersi accurato) e quindi rifletta davvero la qualità del prodotto; e che esso non rappresenti l’unico elemento di giudizio per il mercato, in modo che il sistema abbia gli «anticorpi» necessari per isolare le conseguenze di *rating* non accurati».

accuracy»¹⁴⁶: il lavoro delle agenzie di *rating* non sarebbe, a detta delle medesime, la velocità, ma soltanto la precisione, per evitare di introdurre una non desiderata volatilità nei mercati finanziari. Certamente i giudizi delle agenzie di *rating* debbono essere accurati ed occorre evitare di generare volatilità nei mercati, ma le valutazioni devono essere costantemente monitorate ed aggiornate ogniqualvolta la situazione creditizia dell'entità oggetto della valutazione si sia modificata.

Altro argomento che le agenzie tradizionalmente adducono a propria difesa è che i *rating* non rappresentano dei consigli o delle raccomandazioni di investimento, ma semplicemente delle opinioni sulla affidabilità creditizia (*opinion about credit-worthiness*) di emittenti ed emissioni, come tali assimilabili alle notizie di tipo giornalistico.

Queste ed altre giustificazioni hanno, però, mostrato di recente la propria debolezza ed attualmente non vengono più considerate persuasive al fine di esimere le agenzie di *rating* da responsabilità¹⁴⁷.

Infine, non può mancare un cenno ad una nuova questione recentemente emersa, ossia la posizione delle agenzie di *rating* nella crisi dei debiti sovrani¹⁴⁸; crisi che,

¹⁴⁶ THE ECONOMIST, *Special report: Credit agencies. Who rates the raters?*, 26 marzo 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/3786551>.

¹⁴⁷ Sulla responsabilità delle agenzie di *rating* si rinvia al capitolo IV.

¹⁴⁸ Sul *rating* degli Stati sovrani cfr. SIRIANNI G., *op. cit.*; PINELLI C., *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *Costituzionalismo.it* (<http://www.costituzionalismo.it/articoli/413/>), 2012, 2; PINELLI C., *Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati*, cit., pp. 239 ss..

si ricorderà, non ha certo risparmiato il nostro Paese¹⁴⁹. La questione è nuova e delicata, perché non si tratta più di classare il merito creditizio di un'entità privata (che, quand'anche di dimensioni grandi o grandissime, rimane pur sempre un soggetto di diritto privato), bensì quello di un intero Stato, con conseguenti possibili (o, meglio, assai probabili) ripercussioni sulla sua intera economia nazionale nonché inevitabili effetti-domino sulle economie dei Paesi con i quali ha più stretti rapporti commerciali e/o creditizi.

Il *rating* sovrano è fondamentale, in quanto rappresenta un elemento imprescindibile ai fini del classamento del merito di credito di tutti gli altri emittenti¹⁵⁰. Accanto al *rating* degli Stati sovrani vi è anche il *rating* subsovrano, ossia il *rating* delle emissioni effettuate da entità pubbliche subsovrane (regioni, enti

¹⁴⁹ Sull'allargamento dell'oggetto del *rating* ai debiti degli Stati sovrani si veda BRUNER C.M, *op. cit.*, p. 135. Sull'andamento dei *rating* sui titoli sovrani per Italia e Spagna nel periodo 1° gennaio 2010-1° ottobre 2012 e sui conseguenti effetti che tali variazioni sembrano aver determinato sul mercato dei titoli sovrani di Italia e Spagna cfr. SZEGO B. e GOBBO G., *op. cit.*, pp. 343-344.

¹⁵⁰ Cfr. SIRIANNI G., *op. cit.*: «La diffusione del *rating* sovrano ha tuttavia una motivazione sistemica che va oltre gli immediati vantaggi economici che l'agenzia e gli emittenti possono trarne o le utilità dei mercati fruitori. Va ricordato che i titoli sovrani rappresentano una quota parte rilevantissima – oltre il 40% – dei titoli che vengono complessivamente emessi: il non sottoporli a *rating* priverebbe tutte le altre attività di *rating* svolte dalle agenzie (titoli subsovrani, titoli delle imprese commerciali e titoli di finanza strutturata) di un essenziale punto di riferimento. Gli investitori, nell'effettuare le loro scelte, non potrebbero comunque prescindere dal considerare gli andamenti del *rating* sovrano relativo all'area economica nella quale essi intendono impegnarsi».

locali,etc.), che deve necessariamente essere ancorato al *rating* sovrano¹⁵¹.

I problemi posti dal *rating* degli Stati sovrani sono nuovi e sono diversi rispetto a quelli posti dal *rating* di soggetti privati: «[b]asti accennare alla difficile compatibilità tra carattere prociclico del *rating* e politiche di risanamento adottate dai Governi; alla tensione tra la tecnocrazia dei *raters* e la legittimazione democratica delle istituzioni elette; al nuovo conflitto di interessi tra chi regola, ma è al tempo stesso soggetto a *rating*, e chi emette il *rating*, ma è al tempo stesso soggetto alla regolazione emanata dalla *rated entity*»¹⁵². Un'errata valutazione dell'affidabilità creditizia di uno Stato sovrano non incide soltanto sulla fortuna di un emittente e/o di una emissione (come nella finanza tradizionale) o su di una intera categoria di prodotti (come è avvenuto in occasione della crisi della finanza strutturata), ma è potenzialmente in grado di riverberare effetti negativi su tutti gli operatori ed i prodotti finanziari in qualche modo legati a quello Stato (si ricordi, in particolare, il *Country ceiling rating*). Inoltre «l'accuratezza di queste valutazioni – assegnate sulla base di variabili non sempre passibili di misurazione oggettiva – non è verificabile a posteriori, visto lo scarso numero di *default* statali»¹⁵³.

La serietà della questione emerge ancor di più ove si consideri la natura delle contestazioni mosse alle agenzie di *rating*, alle quali «[q]uesta volta sono stati da molte parti contestati (...) non “solo” errori di valutazione,

¹⁵¹ SIRIANNI G., *op. cit.*.

¹⁵² PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., pp. 262-263.

¹⁵³ CAVALIERI E., *La nuova disciplina europea del rating delle banche*, in *Giorn. dir. amm.* 2013, 10, p. 936.

manipolazioni alimentate da conflitti di interesse, comportamenti poco responsabili che generano effetti prociclici, ma qualcosa di assai più grave, e cioè un uso del rating volto a minare l'equilibrio finanziario e monetario internazionale nell'ambito di un attacco all'euro, guidato da ragioni oscure»¹⁵⁴.

Accanto alla tesi del complotto dei grandi investitori istituzionali statunitensi, soci maggioritari delle più importanti agenzie di *rating*, contro i Paesi europei, altre possibili spiegazioni che sono state avanzate con riguardo alle valutazioni troppo severe della *creditworthiness* degli Stati sovrani sono, secondo alcuni, l'incapacità delle agenzie di *rating* di valutare gli Stati sovrani o la presenza di marchiani errori operativi, secondo altri, l'intenzione

¹⁵⁴ SIRIANNI G., *op. cit.*. Prosegue poco più avanti l'A.: «Per la prima volta nella sua storia il rating sovrano ha mostrato la sua capacità di mettere in gioco fondamentali equilibri finanziari, monetari e geopolitici globali, compromettendo la capacità di governance di quegli organismi internazionali, comunitari, statali – il FMI, la BCE, l'Ecofin, le tesorerie nazionali – deputati alla loro salvaguardia. Le agenzie più volte sono state accusate di voler dettare l'agenda politica degli stati e degli organismi internazionali, e di supportare, in modo più o meno intenzionale, gigantesche speculazioni sui cambi. Ne è scaturito un inedito confronto tra il potere privato dei signori del rating, percepito come l'avamposto di un potere finanziario oscuro capace di mobilitare risorse infinite e il potere pubblico degli stati sovrani (e addirittura una superpotenza, gli USA), che ha raggiunto punte drammatiche». PINELLI C., *Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati*, cit., p. 243 afferma che «La sola ipotesi che una società privata persegua l'obiettivo di "colpire" un qualunque Paese riflette un salto di qualità nei comportamenti delle agenzie, che evidentemente si sentono ormai talmente libere nei loro giudizi da spingersi a compiere valutazioni dagli effetti scopertamente politici».

delle agenzie di *rating* di “rifarsi una verginità” dopo le deludenti *performances* della finanza strutturata¹⁵⁵.

Ad essere colpiti sono stati soprattutto i Paesi dell’Eurozona (in particolare Grecia, Portogallo, Spagna, Italia, Irlanda e Francia); ma anche il debito pubblico degli Stati Uniti è stato declassato nel maggio 2011, per la prima volta nella storia, da parte delle agenzie di *rating*¹⁵⁶. Al contrario delle ipotesi viste sopra, in questo settore le criticità legate al (non sempre) corretto svolgimento dell’attività di *rating* sono emerse soprattutto a fronte dell’emissione di giudizi considerati ingiustificatamente bassi.

Osservazioni critiche sui *rating* sovrani sono state mosse non soltanto dai diretti interessati (ossia gli Stati oggetto dei declassamenti), ma anche da un’autorevole economista (il Professor Paul Krugman, Premio Nobel per l’Economia 2008), che in un articolo che porta la sua firma recentemente apparso sul quotidiano The New York Times, significativamente intitolato “The Plot Against France” (“Il complotto contro la Francia”), critica apertamente l’agenzia di *rating* Standard&Poor’s per aver

¹⁵⁵ PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., pp. 262-263.

¹⁵⁶ SIRIANNI G., *op. cit.*. L’A. ricorda altresì vicende precedenti nelle quali il *rating* del debito sovrano era stato oggetto di contestazioni e critiche (come il *downgrading* del debito pubblico italiano, operato nel 1992, sorprendentemente, immediatamente dopo la adozione di severissime misure finanziarie da parte del Governo Amato; i bruschi *downgrading* dei *bond* messicani, nel 1994-1995, e sudcoreani, nel 1997-1998; il debito sovrano uruguayano, ingiustificatamente svalutato, e i *bonds* argentini, sopravvalutati); tuttavia «[l]’eco di tali contestazioni si è (...) rapidamente spenta, o forse è stata coperta dal clamore crisi dei derivati del 2008, lasciando tracce solo nel dibattito specialistico».

declassato la Francia, abbassando il suo *rating* da AA+ a AA¹⁵⁷.

La situazione diventa addirittura kafkiana ove si consideri che «the CRAs have caused the crisis and the countries, including Ireland, Greece, Portugal and even the USA are suffering from it, whereas now the CRAs are downgrading the ratings of all these countries»¹⁵⁸: dopo aver in gran parte concorso a determinare la crisi della finanza strutturata, ora le agenzie di *rating* bacchettano le economie nazionali che proprio a causa di quella crisi stanno ancora soffrendo.

La problematica del *rating* degli Stati sovrani ha, infine, indotto il legislatore europeo ad intervenire, dettando delle misure procedurali che, si spera, possano contenere gli effetti più negativi dei *rating* sovrani. Il nuovo art. 8 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal recente Regolamento UE n. 462/2013, è espressamente dedicato a disciplinare i *rating* sovrani. Esso stabilisce che le valutazioni debbano garantire le specificità individuali dei singoli Stati, che le agenzie debbano pubblicare un calendario della emissione dei *rating* sovrani non richiesti e delle prospettive di *rating* correlate e che la pubblicazione di tali notizie cada di venerdì¹⁵⁹. Il nuovo comma 2 dell'art. 8, par. 5, introdotto

¹⁵⁷ KRUGMAN P., *The Plot Against France*, in *The New York Times*, November 10, 2013, disponibile all'indirizzo http://www.nytimes.com/2013/11/11/opinion/krugman-the-plot-against-france.html?_r=1&.

¹⁵⁸ ORHAN M. e ALPAY R., *op. cit.*, p.10

¹⁵⁹ L'art. 8 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009 stabilisce quanto segue:

«1. I rating sovrani sono emessi in modo da garantire che la specificità individuale di un determinato Stato membro sia stata analizzata. Sono vietati gli annunci di revisione per un determinato

sempre nel 2013, stabilisce che i *rating* sovrani debbano essere riesaminati almeno ogni sei mesi. Infine, viene stabilito che, dopo aver esaminato la situazione del mercato, la Commissione presenterà al Parlamento europeo ed al Consiglio, entro il 31 dicembre 2014, una relazione in merito all'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito creditizio per il debito sovrano; tenendo conto delle conclusioni della relazione della Commissione e della situazione del mercato, la Commissione presenterà al Parlamento europeo ed al

gruppo di paesi, se non sono corredati di relazioni su singoli paesi. Tali relazioni sono messe a disposizione del pubblico.

2. Ogni forma di comunicazione pubblica diversa dai rating del credito, dalle prospettive di rating o dai comunicati stampa o dalle relazioni che li accompagnano, di cui all'allegato I, sezione D, parte I, punto 5, relativa a modifiche potenziali dei rating sovrani, non si basa su informazioni che rientrano nella sfera dell'ente oggetto di rating che sono state divulgate senza il consenso di quest'ultimo, salvo che tali informazioni siano disponibili da fonti comunemente accessibili o che non sussistano legittimi motivi che giustifichino il diniego dell'entità a divulgarle.

3. Un'agenzia di rating del credito, tenuto conto dell'articolo 8, paragrafo 5, secondo comma, e conformemente all'allegato I, sezione D, parte III, punto 3, pubblica sul suo sito Internet e trasmette all'AESFEM ogni anno alla fine del mese di dicembre un calendario per i dodici mesi successivi che fissi le date per la pubblicazione di rating sovrani non richiesti e delle prospettive di rating correlate, limitandole a un massimo di tre, nonché le date per la pubblicazione dei rating sovrani richiesti e delle prospettive di rating correlate. Tali date cadono di venerdì.

4. La pubblicazione di rating sovrani o prospettive di rating correlate può discostarsi dal calendario annunciato solo ove necessario per permettere all'agenzia di rating di conformarsi agli obblighi di cui all'articolo, paragrafo 2, all'articolo 10, paragrafo 1, e all'articolo, paragrafo 1, ed è accompagnata da una spiegazione dettagliata dei motivi dello scostamento».

Consiglio, entro il 31 dicembre 2016, una relazione sull'opportunità e la fattibilità di istituire un'agenzia di *rating* del credito europea preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di *rating* del credito per tutti gli altri *rating* del credito (art. 39 *ter*, par. 2).

CAPITOLO III

I PROBLEMI SOLLEVATI DALL'ATTIVITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING*. DALL'AUTOREGOLAMENTAZIONE ALL'INTERVENTO PUBBLICO.

SEZIONE I

I PROBLEMI SOLLEVATI DALL'ATTIVITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING*

SOMMARIO: 1. “Vizi” e “virtù” del *rating*: i problemi connessi all'attività delle agenzie di *rating* – 2. La competizione limitata: dalla *two-rating norm* alle NRSRO – 3. (segue) La categoria delle NRSRO – 4. Il problema dei conflitti di interessi – 5. (segue) I *rating* non richiesti (*unsolicited ratings*) – 6. La mancanza di trasparenza – 7. Il meccanismo reputazionale: presidio sufficiente al corretto operare delle agenzie di *rating*? – 8. L'utilizzo del *rating* a fini regolatori – 9. Efficienza informativa dei *rating* ed impatto delle revisioni dei *rating* (*rating actions*) sui prezzi dei titoli – 10. La proposta di creazione di un'agenzia di *rating* pubblica

1. “Vizi” e “virtù” del *rating*: i problemi connessi all'attività delle agenzie di *rating*

Con il trascorrere del tempo, accanto all'utilità del *rating* sono andate sempre più emergendo le problematiche connesse allo svolgimento dell'attività di classamento del merito creditizio da parte di soggetti di diritto privato (ossia le società di *rating*, che, si ricorda,

sono società private con fini di lucro); problematiche che ancora persistono ed il dibattito intorno alle quali ha impegnato e continua tuttora ad impegnare sia la dottrina sia le stesse agenzie di *rating* interessate sia – in tempi più recenti – i legislatori nazionali e sovranazionali.

Nel corso del capitolo precedente si è delineata rapidamente la storia della nascita e della successiva evoluzione delle agenzie di *rating* del credito, ponendo in luce quali sono state le esigenze che la nuova attività di classamento del merito creditizio di emittenti e prodotti finanziari è andata a soddisfare, procurando benèfici vantaggi tanto agli investitori quanto agli emittenti. Conclusa la disamina delle benefiche “virtù” connesse all’attività di *rating* del credito, nel presente capitolo ci si soffermerà ad indagare quali sono i “vizi” della stessa e quali i possibili rimedi per ovviarvi.

In generale, il *rating* presenta diversi ordini di problemi, i più rilevanti dei quali sono stati individuati i) nella mancanza di competizione all’interno del mercato del *rating* e nelle restrizioni all’accesso al medesimo, ii) nell’esistenza di molteplici conflitti di interessi capaci di inficiare l’accuratezza del *rating*, iii) nella mancanza di trasparenza e iv) nella dipendenza della regolamentazione dai *rating*¹. Altra problematica di rilievo (v) è quella concernente la responsabilità delle agenzie di *rating* del credito².

La trattazione verrà suddivisa in due parti: nella prima (Sezione I) verranno tratteggiati quelli che sono i “vizi”

¹ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 306; PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa società* 2010, 3, p. 493.

² Per cui si rinvia al capitolo IV.

che più sovente sono stati ascritti alle agenzie di *rating* del credito, offrendo una panoramica dei principali problemi che l'attività di classamento del merito creditizio ha sollevato e continua tutt'ora a sollevare; nella seconda parte (Sezione II) si esamineranno le varie discipline (autoregolamentari e legislative, statunitensi ed europee) approntate nel corso del tempo allo scopo di ovviare ai problemi esposti.

2. La competizione limitata: dalla *two-rating norm* alle NRSRO

Uno dei principali problemi sorti con riguardo al mercato del *rating* è l'assenza di concorrenza all'interno del medesimo. Si tratta, infatti, di un mercato molto concentrato, all'interno del quale la competizione appare assai limitata³.

Il problema coinvolge soprattutto le agenzie di *rating* c.d. globali, la cui attività ha carattere transfrontaliero ed è conseguentemente capace di influenzare non soltanto il mercato nazionale del Paese in cui l'agenzia ha sede ed opera, ma anche i mercati internazionali. Il problema sembra, invece, avere una portata decisamente inferiore con riguardo alle agenzie di *rating* di dimensioni più contenute, le quali operano prevalentemente (se non, addirittura, esclusivamente) all'interno dei singoli mercati nazionali di appartenenza. Queste più piccole agenzie di *rating*, affacciate sul mercato soprattutto in tempi recenti,

³ Cfr. COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., p. 284: «Even the market for auditing services (dominated as it is by the Big Four) looks open and competitive in comparison to the market for credit ratings».

hanno infatti mostrato di essere in grado di sopravvivere in un'industria (quella del *rating*, appunto) notoriamente caratterizzata da un livello di concorrenza molto basso, in quanto sono state capaci di ritagliarsi, all'interno dei mercati nazionali, delle nicchie, generalmente non coperte dalle agenzie di dimensioni più grandi.

Con riferimento all'industria del *rating* di dimensioni più considerevoli, nel corso del tempo è apparso sempre più evidente come in questo settore la concorrenza sia estremamente limitata, essendo estremamente difficile per i nuovi operatori (*new-comers*) che si affacciano su questo mercato riuscire realmente a competere con gli operatori storici del settore (*incumbents*), i quali in circa un secolo di vita hanno conquistato enormi fette di mercato costruendosi solidissime posizioni difficili da intaccare. A livello globale, la competizione tra agenzie di *rating* è talmente limitata che la letteratura in materia parla sovente di "oligopolio"; diverse sono le locuzioni con le quali ci si riferisce ai tre più importanti operatori del settore (rappresentati da Moody's, Standard&Poor's e Fitch), quali le "tre sorelle" o "Big Three". E non sono mancate voci che hanno addirittura ristretto l'oligopolio ad un duopolio, formato da Moody's e Standard&Poor's; la "terza sorella", ossia Fitch, si troverebbe spesso ad operare in via residuale rispetto alle due sorelle maggiori, entrando in gioco soltanto nel caso in cui Moody's e Standard&Poor's esprimano giudizi discordanti tra loro (c.d. *split rating*). Per dare qualche dato numerico, secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale nel 2010 a livello mondiale esistevano circa 79 agenzie di *rating*: «[d]i queste, le prime tre – le cc.dd. *Big Three* (S&P; Moody's; Fitch) – detengono quasi il 95% del mercato globale dei servizi di *rating* con quote, rispettivamente, del 40% (S&P e Moody's) e del 15% (Fitch). L'indice di

concentrazione di questo mercato, dunque, si presenta assai elevato (3400 HHI), confermando l'esistenza di un oligopolio, se non addirittura di un duopolio, in capo alle principali imprese che in esso operano»⁴.

Alla base della mancanza di competizione tra agenzie di *rating* del credito globali vi sono diversi fattori, taluni endogeni (o naturali o fisiologici) tal altri esogeni (od "artificiali") all'industria del *rating*.

Tra i primi si possono far rientrare tutti quelli che sono naturalmente correlati all'attività di classamento del merito creditizio. Uno primo fattore è rappresentato dalla struttura stessa del mercato del *rating*: il percorso per affermarsi e diventare competitivi svolgendo un'attività particolare e delicata quale certamente è quella di classamento del merito creditizio può, difatti, richiedere un lungo periodo di tempo, in quanto occorrono diversi anni (si parla anche di due decenni)⁵ per costruirsi una solida reputazione. A ciò devono aggiungersi la presenza di economie di scala⁶, che favoriscono gli operatori di maggiori dimensioni, e l'elevato potere di mercato degli *incumbents*⁷. Non va, inoltre, dimenticato che vi è chi ha affermato che quello delle agenzie di *rating* sarebbe un vero e proprio "oligopolio naturale", per cui esisterebbe un limite naturale

⁴ OLIVIERI G., *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 284.

⁵ *Special report: Credit agencies. Who rates the raters?*, in *The economist*, 26 marzo 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/3786551>.

⁶ Cfr. AMMANNATI L., *op. cit.*, pp 6-7.

⁷ Secondo OLIVIERI G., *op. cit.*, p. 285, «[s]e quote di mercato elevate e stabili nel tempo sono sicuramente indice di un significativo potere di mercato (SMP), ciò ancora non significa che la competizione tra le imprese che quella posizione detengono sia impedita o, addirittura, assente».

al numero di agenzie che possono sopravvivere e prosperare nel mercato del *rating* del credito, limite che sarebbe legato al numero dei *rating* che gli emittenti sono disposti a richiedere ed a pagare⁸.

La preoccupazione circa la limitata competizione all'interno dell'industria del *rating* è acuita da altri fattori, che si possono definire esogeni, che paiono aver ulteriormente aggravato, foraggiandola, questa (più o meno naturale) situazione di competizione limitata.

Il primo è costituito da una sorta di prassi diffusasi nel tempo e comunemente conosciuta con la locuzione “*two-rating norm*” (o “*two-rating rule*”), che consiste nella pratica diffusa tra gli emittenti di richiedere due

⁸ Cfr. *Special report: Credit agencies. Who rates the raters?*, in *The economist*, 26 marzo 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/3786551>.

Cfr. altresì HILL C.A., *op. cit.*, p. 63: «However, a good argument can be made that the market may not be able to accommodate many general-purpose agencies. Pre-NRSRO history provides some support for this argument. Moreover, consider the information the rating agencies are providing: a comparison of a great many bond issues (or companies) along one quality metric. Lawrence White compares ratings with the Scholastic Achievement Test (SAT) used by colleges in their admissions processes. The greater the number of bond issues or companies, the more useful the comparison is, and the more difficult it is for any company other than a very large one, preferably with an established reputation, to make». L'A. indica poi una serie di «non-regulatory reason why entry into the credit-rating industry has thus far been difficult» (p. 64), anche in assenza di barriere regolamentari all'ingresso.

Secondo COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., p. 284 «[t]his level of concentration suggests that high natural barriers exists to entry into this market. Logic suggests that there should be a significant barrier, because reputational capital cannot be acquired overnight».

valutazioni alle due maggiori agenzie, ossia Moody's e Standard&Poor's⁹. Al di là delle prescrizioni normative che in taluni casi impongono all'emittente di dotarsi di due *rating* rilasciati da due diverse agenzie, anche ove nessuna prescrizione in tal senso esista è divenuta consuetudine tra gli emittenti (soprattutto quelli di maggiori dimensioni) richiedere ad entrambe le maggiori "sorelle" di valutare sé e/o i propri prodotti, in virtù del vantaggio che la presenza di un doppio *rating* offre, in termini di maggiore attrattiva che il prodotto o l'emittente dotato di una doppia valutazione (per di più fornita da quelli che l'opinione comune considera i due maggiori *raters*) ha nei confronti del mercato: «negli Stati Uniti tutti gli strumenti che hanno il doppio *rating* incontrano maggiormente il favore degli investitori. Una delle possibili ragioni di questa consuetudine è che gli investitori ritengono che il secondo *rating* possa fornire informazioni aggiuntive»¹⁰. Il secondo *rating*, affiancandosi al primo di segno equivalente, lo conferma, conferendo maggiore credibilità all'entità oggetto della valutazione, che sarà percepita come particolarmente affidabile¹¹. Dal momento che entrambe le

⁹ La *two-rating rule* riguarda soprattutto il mercato tradizionale statunitense, meno i mercati non tradizionali (ad esempio, il mercato dei prodotti strutturati) ed i mercati al di fuori degli Stati Uniti (cfr. HILL C.A., *op. cit.*, p. 64).

¹⁰ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, cit., p. 303.

¹¹ Molteplici sono le ragioni che spingono gli emittenti a richiedere un doppio *rating*. Sul punto, cfr. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 108-110: «La regola del doppio rating non fa che incrementare la domanda e può essere attribuita a una serie di fattori. La ragione più semplice è quella che gli investitori ritengono che il secondo rating possa fornire informazioni aggiuntive: due rating forniscono più informazione di un solo rating e gli investitori preferiscono gli strumenti che hanno un

maggiori agenzie sono chiamate dall'emittente ad esprimere la propria valutazione, le stesse non avranno alcun interesse né alcuna convenienza a competere tra di loro¹².

doppio rating. (...) Dalla prospettiva dell'emittente, questi sarà disponibile ad acquistare il secondo rating solo se il risparmio derivante dall'abbassamento del tasso di interesse al quale collocherà i suoi titoli è superiore al costo derivante dal richiedere il secondo rating. A onor del vero, l'ulteriore contributo informativo del secondo rating non sembra essere l'unica ragione sottesa alla richiesta, specie se si considera che il più grosso contributo informativo deriva dal primo. Un altro fattore determinante la richiesta del secondo rating è sicuramente la regolamentazione. Infatti, una parte della regolamentazione richiede almeno due rating (...). Un'altra ragione potrebbe essere il valore di segnalazione e reputazione del secondo rating. Alcuni emittenti richiedono il secondo rating per sottoporsi a un secondo scrutinio; se pure il contenuto informativo aggiuntivo del secondo rating è limitato, con tale richiesta l'emittente rafforza il segnale che non ha nulla da nascondere. (...) Ma perché di solito i due rating richiesti dagli emittenti sono quelli di Moody's e S&P? Una motivazione potrebbe essere quella della comparabilità tra i rating emessi da queste due agenzie; la metodologia applicata da Moody's è percepita come equivalente a quella di S&P. Un'altra motivazione ancora più forte è quella legata alla reputazione: Moody's e S&P sono percepite dal mercato come le più affidabili; la reputazione è collegata alla percezione dell'affidabilità [Ellis 1998, 41]. Rari sono i casi in cui viene richiesto un terzo rating: ciò accade in caso di divergenza dei rating emessi da Moody's e S&P, cioè in caso di *split ratings*».

¹² Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 18-19: «The concern is exacerbated by the “two-rating norm”, the practice of receiving ratings from two different firms on each issue. Arguing that this practice means that the first two rating firms don't have to compete at all, some have described the credit-rating market as effectively a “partner monopoly” shared by Moody's and S&P».

La letteratura che ha analizzato la questione ha posto in luce aspetti positivi e negativi di questa curiosa *two-rating norm*: «[b]ecause of this well-established norm that two ratings are necessary, issuers cannot play one agency against the other, and the principal two credit-rating agencies probably feel little, if any, pressure to inflate ratings for a client for a fear that it will instead hire their rival. Although this nearly uniform practice eliminates the danger of a race to the bottom, it also reduces active competition between the principal two agencies and instead allows them to enjoy the advantages of the quiet life»¹³. Da un lato, le maggiori agenzie di *rating*, sicure che riceveranno l'incarico, non saranno soggette ad eventuali pressioni da parte dei clienti ed effettueranno la propria valutazione in totale autonomia ed indipendenza, scongiurando in tal modo il rischio di una pericolosa corsa al ribasso (*race to the bottom*) dei giudizi per accaparrarsi clienti; al tempo stesso, però, ciò riduce la competizione tra le agenzie che beneficiano di questo meccanismo, le quali non hanno alcun incentivo a migliorare le proprie prestazioni.

Il secondo fattore che ha concorso ad aggravare la situazione di mancanza di competizione tra agenzie di *rating* affonda le proprie radici non in una prassi, ma in un vero e proprio ostacolo normativo che è stato posto all'ingresso nel mercato del *rating* nel sistema statunitense. Si tratta dell'istituzione da parte della SEC, negli anni '70 del secolo scorso, della categoria delle NRSRO, acronimo che sta per *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* ("Organizzazioni di *rating* riconosciute a livello nazionale"). Le NRSRO sono una particolare

¹³ COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., pp. 286-287.

categoria di agenzie di *rating*, i cui *rating* possono essere utilizzati a fini regolamentari negli Stati Uniti. Come gli studi hanno evidenziato, l'istituzione di tale categoria sembra aver posto importanti barriere all'ingresso di nuove agenzie nel mercato del *rating*. Ottenere la designazione quale NRSRO è, difatti, di fondamentale importanza per le società di *rating* che operano nel mercato statunitense, in quanto la legislazione degli Stati Uniti prescrive che possano essere utilizzati a fini regolamentari esclusivamente i *ratings* emessi da NRSROs: «[t]he NRSRO designation arguably is a barrier because only NRSROs can issue ratings that carry official weight under SEC and other agency rules. Moreover, some users might view the NRSRO designation as the mark of a “real” rating agency»¹⁴. L'ottenimento di tale qualifica comporta, pertanto, inevitabili vantaggi dal punto di vista concorrenziale, dal momento che, a prescindere dall'accuratezza e dal valore informativo del *rating* emesso da una NRSRO, lo stesso verrà comunque acquistato al fine di ottemperare agli obblighi posti dal legislatore e dal regolatore statunitensi¹⁵.

Se, da un lato, non si può certo biasimare la scelta (al contrario apprezzabile) del regolatore statunitense di limitare il numero dei soggetti i giudizi dei quali possono assolvere ad un così alto compito quale è quello di assumere valore regolamentare all'interno dei mercati finanziari, controllando che gli stessi siano dotati della struttura, dell'integrità e delle competenze necessarie ad

¹⁴ HUNT, JOHN P., HUNT J.P., *op. cit.*, p. 19.

¹⁵ Cfr. OLIVIERI G., *op. cit.*, p. 287: «Dal punto di vista concorrenziale, i *rating investment grade* delle *Big Three* diventano così lo strumento per soddisfare i requisiti legali imposti dal regolatore ed acquistano un valore “di per sé”, in tutto o in parte svincolato dalle informazioni che essi incorporano».

emettere valutazioni attendibili, dall'altro lato occorre sincerarsi che il procedimento di attribuzione della tanto ambita qualifica di NRSRO sia chiaro e trasparente, volto effettivamente ad accertare se il *rater* instante abbia le fondamentali doti di competenza, professionalità ed indipendenza necessarie a garantire il rilascio di valutazioni affidabili, in modo tale da permettere a qualunque operatore che soddisfi i requisiti richiesti di potersi fregiare dello *status* di NRSRO. Proprio su questo secondo punto, ossia il procedimento attraverso il quale la SEC designa le NRSRO, si sono concentrate le critiche degli studiosi. Tale procedimento è apparso, difatti, per lungo tempo nebuloso; e la opacità del procedimento si è tradotta nella penalizzazione delle agenzie più giovani, a tutto vantaggio degli operatori storici del settore (le “tre sorelle”, appunto).

In quale misura l'introduzione della categoria delle NRSRO abbia contribuito a limitare il numero dei *competitors* del mercato del *rating* è questione aperta. Da un lato, infatti, parte della dottrina rileva come «[t]he regulatory barrier to entry may or may not have been the cause of high market concentration. There apparently was no significant market entry between the 1920s and the 1970s despite the absence of the NRSRO designation»¹⁶: il fatto che anche nel periodo antecedente l'introduzione della categoria in questione il numero degli operatori del settore non abbia subito variazioni significative potrebbe indurre a ritenere che l'attribuzione della qualifica di NRSRO non costituisca in realtà una barriera all'ingresso nell'industria del *rating*.

¹⁶ HUNT J.P., *op. cit.*, p. 20.

Dall'altro lato, però, si è affermato che «[i]f there is a lack of competition, the SEC is largely to blame»¹⁷. La mancata divulgazione da parte della SEC dei criteri necessari per ottenere la designazione a NRSRO ha avuto come conseguenza che dal 1975, quando la categoria delle NRSRO è stata creata, sino a tempi recenti «the chosen few have thrived in their protected market – and taken over any newcomers that achieved NRSRO status»¹⁸.

L'ultima delle tesi testé esposte (ossia la considerazione secondo cui l'introduzione della categoria delle NRSRO ed il relativo processo di designazione stabilito dalla SEC affinché le agenzie di *rating* possano fregiarsi di tale qualificazione hanno comportato seri problemi in punto competizione) pare ora suffragata dall'iniziativa del legislatore statunitense del 2006, concretatasi nell'emanazione del *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* (CRARA)¹⁹. Il CRARA reca la seguente intitolazione: «An Act To improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and *competition* in the credit rating agency industry» [corsivo di chi scrive]. Respinta dalla SEC l'idea di eliminare la categoria delle NRSRO²⁰, il Congresso ha deciso di ridurre le barriere

¹⁷ THE ECONOMIST, *Exclusion zone: Regulators promise a belated review of the ratings oligopoly*, 6 febbraio 2003, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/1564776>.

¹⁸ THE ECONOMIST, *Exclusion zone: Regulators promise a belated review of the ratings oligopoly*, 6 febbraio 2003, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/1564776>.

¹⁹ Il testo completo è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>.

²⁰ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, p. 20: «After the corporate scandals of the early 2000s, the SEC considered and rejected elimination of the

regolamentari all'accesso al mercato del *rating*. In particolare, la legge del 2006, al fine di semplificare l'ingresso delle nuove agenzie nel mercato del *rating*, ha rivisto i criteri per ottenere la registrazione come NRSRO e ha vincolato la SEC a rispettare un rigoroso calendario per la concessione del riconoscimento a NRSRO; la SEC ha adottato regole rispettose delle predette direttive nel giugno 2007²¹.

Il carattere chiuso del mercato del *rating* è, dunque, effetto sia della presenza di barriere regolamentari all'ingresso, sia di altri fattori che naturalmente connotano l'attività di classamento del merito creditizio²².

Volendo fornire un quadro riassuntivo, tra le cause che hanno contribuito a ridurre la concorrenza nell'industria del *rating* si possono ricordare almeno le seguenti²³: i) il fatto che la domanda di *rating* si basa su un meccanismo relazionale imperniato sul c.d. capitale di reputazione²⁴; ii)

category, apparently because of a belief that rating-dependent regulation could not function without a regulatory process for keeping out “fly-by-night” rating agencies».

²¹ HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 20-21.

²² Tanto che il carattere chiuso di questo mercato era una costante negli Stati Uniti già prima che venisse introdotta la categoria delle NRSRO (e dove, anche dopo l'emanazione del CRARA, la situazione non sembra essere fundamentalmente mutata), ed in Europa, ove una tale barriera non è mai esistita (lo rileva PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 268).

²³ Cfr. OLIVIERI G., *op. cit.*, pp. 285 ss..

²⁴ In particolare, OLIVIERI G., *op. cit.*, p. 285 pone in evidenza come «la domanda di rating si basi su un meccanismo relazionale – tipico dei cc.dd. *experience goods* – che induce a selezionare a tal fine solo le imprese che abbiano alle spalle una solida reputazione di serietà e d'indipendenza. Una siffatta reputazione si costruisce, a sua volta, solo attraverso una lunga e consolidata esperienza di rating accurati. Ciò si traduce, però, in una barriera all'ingresso per

il modello di *business* adottato dalle Big Three (ossia il modello *issuer pays*); iii) la pratica di emettere *unsolicited ratings* per finalità anticoncorrenziali; iv) la regolazione del settore finanziario (dalle NRSRO a Basilea II); v) la mancanza di adeguati meccanismi sanzionatori; vi) l'esistenza di barriere all'ingresso di tipo economico, quali «economie di scala, tempo necessario per crearsi una reputazione, disponibilità di dati storici sufficientemente robusta, esigenza di presenza capillare su tutti i principali mercati finanziari, clausole contrattuali degli operatori che si riferiscono non genericamente a un *rating*, ma al *rating* di quella determinata agenzia»²⁵.

Una volta poste in evidenza le cause della mancanza di concorrenza tra agenzie di *rating* del credito, resta da esaminare un ultimo aspetto di tale tematica, ossia il dibattito sorto intorno alla questione se l'esistenza di un oligopolio (o duopolio) delle agenzie di *rating* debba essere necessariamente considerata un male da estirpare oppure, al contrario, se possa rappresentare un fattore positivo, in considerazione delle peculiarità che caratterizzano il mercato del *rating*.

Va, infatti, rilevato come parte della dottrina sia fermamente contraria all'idea di un mercato del *rating* aperto, concorrenziale e competitivo. Coloro che contrastano l'idea di un mercato del *rating* aperto alla libera concorrenza temono fondamentalmente che la competizione tra agenzie possa ridurre la qualità dei

i nuovi entranti, i quali si trovano di fronte ad un paradosso che, parafrasando il noto romanzo di J. Heller "Comma 22", si potrebbe così descrivere: "per conquistare nuovi clienti bisogna avere una buona reputazione; ma per avere una buona reputazione bisogna conquistare molti clienti"».

²⁵ PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 268.

giudizi emessi²⁶, innescando una spirale di non auspicata corsa al ribasso (*race to the bottom*). Anzi, «l'esperienza empirica sembra suggerire come proprio alle società più piccole e ai nuovi entranti siano riconducibili alcune prassi potenzialmente distorsive»²⁷. Ed è facile comprenderne il motivo: le agenzie nuove ed ancora sconosciute al mercato devono, per riuscire a sopravvivere, attirare nuovi clienti, ed a tal fine potrebbero essere disposte a mostrarsi compiacenti alle esigenze degli stessi, in tal modo

²⁶ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 21-22: «some have argued that competition can *reduce* rating quality given other departures from the ideal in the rating market. Agencies may engage in “competitive laxity”, competing to give originators, especially structured-finance arrangers, the high ratings they want. IOSCO has observed that structured-finance arrangers are a concentrated group of major banks that have greater power than traditional issuers. Thus, even if an agency were unwilling to sell out its reputation to benefit a single traditional issuer, which would be likely to be one of thousands of corporations, “CRA competition and the lack of transparency typical in structured finance transactions, may combine to undermine the integrity of the credit rating process for these products.”. Similarly, it has been asserted that new competitors were the guiltiest of “grade inflation”, suggesting that increasing competition may decrease quality, especially in light of the possibility of ratings shopping. Other have contested this, arguing that conscious rating inflators will be found out and punished – eventually».

²⁷ MANCINELLI L., *op. cit.*, p. 65, che in proposito ricorda «il selection bias documentato dal citato studio di Cantor e Packer (che fa sì che le agenzie minori assegnino sovente rating più favorevoli), così come il fenomeno degli unsolicited rating, giudizi utilizzati come strumenti di penetrazione commerciale (e per ciò stesso meno attendibili) dalle società interessate a espandersi in un nuovo mercato. Se tali considerazioni sono corrette, una maggiore frammentazione e competitività del mercato non rappresenterebbe un bene assoluto».

pregiudicando i requisiti di indipendenza e neutralità che dovrebbero caratterizzare la loro attività.

L'ingresso di nuovi *competitors* sembra avere conseguenze negative anche sulla qualità dei *rating* emessi dagli *incumbents*, che peggiorerebbe all'aumentare della concorrenza. Uno studio condotto da Becker e Milbourn²⁸ ha posto in evidenza come l'aumento di concorrenza determinato dall'ingresso dell'agenzia Fitch, a fianco delle due operatrici storiche del settore (Moody's e Standard&Poor's), nel mercato del *rating* abbia coinciso con un peggioramento della qualità dei *rating* rilasciati dagli operatori storici. Anche se Fitch ha origini storiche lontane come quelle delle due agenzie maggiori, essendo stata fondata nel lontano 1913, essa ha acquistato importanza soltanto a partire dal 1989, quando un nuovo *management* ha proceduto alla sua ricapitalizzazione, alla quale hanno fatto seguito, nel 1997, la fusione con IBCA e successivamente l'acquisizione di Limited Duff & Phelps Credit Rating e Thomson Bankwatch nel 2000²⁹. Fitch ha così progressivamente aumentato la sua quota di mercato: «Fitch's share of corporate bond ratings increased

²⁸ BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?* (September 21, 2010). *Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-051*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1278150> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1278150>. Come sottolineano gli stessi A. (p. 10), lo studio analizza soltanto i *corporate rating*. Si veda anche BECKER B. e MILBOURN T., *Reputation and competition: evidence from the credit rating industry*, June 21, 2009, Working Paper 09-051, Harvard Business School, disponibile all'indirizzo <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/1/1748/papers/Becker.pdf>.

²⁹ BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, cit., p. 2.

substantially. In the median industry, Fitch issued less than one in ten ratings in 1997, but approximately a third of ratings by 2007»³⁰. La presenza sempre maggiore di Fitch sul mercato non è passata inosservata agli utenti del *rating*, che hanno cominciato ad utilizzare le sue valutazioni e ad includerle nella propria documentazione³¹. Il risultato cui pervengono gli A. è che l'aumento della concorrenza provocato da Fitch ha avuto come conseguenza un'inflazione dei *rating*, che hanno visto diminuire la loro qualità³²; la conclusione, coerente con i risultati ottenuti, è nel senso che il meccanismo reputazionale sembra funzionare meglio ove il livello di concorrenza sia modesto, poiché appare probabile che una maggiore competizione indebolisca gli incentivi reputazionali ad emettere valutazioni di qualità³³. Tuttavia, proprio con

³⁰ BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings*, cit., pp. 2-3.

³¹ BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings*, cit., p. 3.

³² BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings*, cit., p. 4: «First, ratings issued by S&P and Moody's rose (moved closer to the top rating of AAA) as competition increased. Second, the ability of S&P's and Moody's ratings to explain bond yields decreased with competition. In other words, credit ratings are less informative about the value of bonds when raters face more competition. Third, the ability of firm level ratings to predict default is lower when Fitch has a higher market share»

³³ BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings*, cit., p. 10. Gli A. così concludono: «We find that the entry of a third major rating agency coincides with lower overall quality, as measured by both the levels and informational content of incumbents' ratings. The negative link between competition and quality is econometrically robust and unlikely to be explained by the sources of reverse causality and omitted

riferimento alla vicenda Fitch, è stato osservato come «[l]’esperienza storica (...), oltre a non essere affatto univoca, non è comunque decisiva poiché un conto è l’ingresso di un terzo oligopolista in un regime di assenza di regolazione, altro conto potrebbe essere quello di costruire un mercato veramente concorrenziale in un contesto di regolazione»^{34 35}.

Altra critica che è stata mossa alla tesi che propugna una maggiore concorrenza tra agenzie di *rating* è quella secondo cui l’esistenza di un numero elevato di operatori favorirebbe la pratica del c.d. *rating shopping*, ossia quel fenomeno per cui gli emittenti commissionano il *rating* a più agenzie ed alla fine divulgano soltanto quello più favorevole, mantenendo gli altri riservati e sconosciuti al mercato. Non a caso vi è chi, per eliminare il fenomeno del

variables bias we examine. It also appears unlikely that ratings shopping or growth in overall market share can explain these patterns. The effect of competition on incumbent quality is of substantial economic magnitude. (...) Calls for more competition in the ratings industry, such as by the U.S. Department of Justice (1998, 2009), may deserve a caveat. For regulators and policymakers, it is worth considering that increasing competition in the ratings industry involves the risk of impairing the reputational mechanism that seemingly underlies the provision of good quality ratings. There may obviously be benefits of competition in other areas, including reducing the level of rents in rating agencies and the additional information provided to financial markets by the additional ratings» (pp. 30-31).

³⁴ PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 267.

³⁵ Per ulteriori riferimenti alla dottrina che ha studiato il legame tra aumento della concorrenza tra le agenzie di *rating* e peggioramento delle informazioni rese dai giudizi di *rating*, dovuto al fenomeno del *rating shopping*, si rimanda a JEON D.S. e LOVO S., *op. cit.*, p. 7 s.

rating shopping, suggerisce di rendere obbligatoria (e non più facoltativa) la pubblicazione di tutti i *rating* ricevuti³⁶. Il problema del *rating shopping* sembrerebbe comunque riguardare più il settore della finanza strutturata che non quello della finanza tradizionale, «in quanto dinanzi a operazioni semplici è improbabile che agenzie di *rating* “di primo livello” possano dare giudizi molto differenti fra loro»³⁷.

Anche la *two-rating norm* viene da taluni letta in una luce positiva: essa, infatti, permetterebbe alle due maggiori agenzie di *rating* (Standard&Poor's e Moody's) di fare fronte ad eventuali pressioni da parte degli emittenti, in quanto le minacce degli emittenti di rivolgersi altrove semplicemente non sarebbero credibili³⁸; sicché la natura oligopolistica (o, forse, dualistica) del mercato del *rating* sarebbe da auspicare anziché da mettere sotto accusa³⁹.

Così, nonostante la mancanza di competizione sia un dato acclarato, vi è chi ritiene che essa non sia il nodo cruciale del problema; al contrario, un sistema di concorrenza limitata andrebbe incoraggiato e favorito, in quanto si tratterebbe dell'unico modello capace di garantire la qualità dei giudizi di *rating*.

³⁶ Così JEON D.S. e LOVO S., *op. cit.*, p. 8.

³⁷ LENER R. e RESCIGNO M., *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 359.

³⁸ HILL C.A., *op. cit.*, p. 75 («Because of the two-rating norm, Moody's and Standard & Poor's are able to withstand the pressure issuers might exert to obtain higher ratings. The issuers' threats to go elsewhere simply are not credible»), il cui ragionamento viene ripreso anche da BACCIARDI M., *Lo strano caso delle società di rating*, 21 marzo 2007, disponibile all'indirizzo http://www.brunoleonimedia.it/public/BP/IBL_BP_70_Rating.pdf, p. 8.

³⁹ BACCIARDI M., *op. cit.*, p. 8.

Con particolare riguardo al settore della finanza strutturata, la prospettiva viene addirittura ribaltata: il problema non sarebbe l'oligopolio delle agenzie di *rating*, ma il monopsonio (o monopolio unilaterale della domanda) degli acquirenti dei giudizi di *rating*⁴⁰. Secondo le A. che sostengono questa tesi, per migliorare la qualità dei giudizi di *rating* non bisognerebbe allargare il mercato, aumentando il numero dei *competitors*, bensì restringerlo, in modo tale da garantire a ciascuna agenzia una quota di mercato (il riferimento è, in particolare, al mercato della finanza strutturata, ove maggiore sarebbe il rischio del monopsonio, dal momento che ivi «one issuer may represent thousands of ratings»⁴¹), affinché le agenzie non debbano temere di essere escluse dal mercato ove diano giudizi non graditi all'entità valutata (si ricordi che il modello di remunerazione attualmente prevalente è quello c.d. *issuer pays*, in base al quale l'agenzia è pagata direttamente dall'emittente, che ha tutto l'interesse ad

⁴⁰ Cfr. ABRANTES-METZ R.M. e TEODOSIEVA K.T., *What's to be Done with Rating Agencies? Understanding the Problem to Find a Solution* (July 1, 2013), disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2288195> oppure all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2288195>, pp. 2-3: «we argue that the problem with CRA's is better understood as a problem of *quality*, not competition, and many of the current policy proposals, far from improving rating quality, can be expected to weaken it. That is because the reason for poor quality is not a lack of competition among CRAs, but rather the fact of monopsony power in the structured finance (SF) market, a power which leads to "rating shopping." Unless and until this is properly addressed, prevailing market pressures will always lead to looser and looser rating standards for SF instruments. Having more CRAs will simply exacerbate the problem. (...) [I]n the structured market, one issuer may represent thousands of ratings».

⁴¹ ABRANTES-METZ R.M. e TEODOSIEVA K.T., *op. cit.*, p. 3.

ottenere il giudizio migliore possibile), in tal modo garantendo una migliore qualità dei giudizi di *rating*⁴².

Dall'altro lato, vi è chi pone in evidenza i problemi generati dalla mancanza di concorrenza. Si tratta di problemi che interessano un duplice versante: da un lato, come già si è detto, coloro che vorrebbero entrare in questo mercato (*new-comers*) e che non riescono a farsi spazio tra gli operatori storici (*incumbents*); dall'altro lato, coloro che usufruiscono dei servizi delle agenzie di *rating*, in quanto il *deficit* di concorrenza ha ripercussioni negative anche sul mancato sviluppo di nuove e più accurate metodologie da parte dei *raters* (non interessati ad investire tempo e risorse nella ricerca di nuovi e più affidabili modelli di analisi), sulla determinazione dei prezzi da parte delle agenzie di *rating* (secondo logiche monopolistiche o, al più, oligopolistiche), sull'integrità dei processi di *rating*, sul mancato funzionamento del meccanismo reputazionale (per cui a scarse *performance* non si accompagna una corrispondente diminuzione degli introiti delle agenzie di *rating*, che godono, in virtù del meccanismo regolamentare, di quella che è stata definita una "rendita di posizione"), sulla scarsità in generale degli incentivi per le agenzie di *rating* a ben operare^{43 44}.

⁴² Concludono le Autrici: «Put simply, rather than encouraging "more competition" among CRAs, it is arguably better to think of them as utilities. That is because the market requires competition on the basis of quality, not price. Limiting the number of CRAs and guaranteeing them some degree of SF rating market participation is necessary if the more conservative credit opinions are to be heard and the market is to be improved» (ABRANTES-METZ R.M. e TEODOSIEVA K.T., *op. cit.*, p. 4).

⁴³ Si veda in OLIVIERI G., *op. cit.*, pp. 288 ss. la sintesi delle diverse osservazioni svolte in tale senso dalla dottrina.

Si ritiene si possa senz'altro concordare sul fatto che una competizione selvaggia tra agenzie non gioverebbe al mercato del *rating*, i cui servizi rivestono un ruolo oramai strategico nei mercati finanziari odierni. Non si ritiene, tuttavia, si possa pienamente concordare con una soluzione che concentri il mercato nelle mani di pochi *competitors*, soprattutto se selezionati più in base alla "fortuna" (di essere entrati nel mercato del *rating* prima dell'introduzione di determinate categorie regolamentari) che non al merito. Sembrerebbe allora doversi propugnare una soluzione che favorisca la concorrenza tra *raters*, senza tuttavia lasciare il mercato completamente abbandonato alle sorti di una selvaggia lotta darwiniana, per scongiurare disastrose *performance* al ribasso da parte degli operatori del settore. Se vi è chi sostiene che risultati soddisfacenti possano in questo campo essere raggiunti attraverso l'interazione sinergica tra concorrenza e meccanismo reputazionale⁴⁵, chi scrive ritiene che a quest'ultimo vadano affiancati controlli e sanzioni più incisive, demandati non soltanto al mercato ma anche alle autorità di vigilanza nonché alle autorità giurisdizionali.

⁴⁴ Per ulteriori approfondimenti su pro e contro di una maggiore competizione nel settore, FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, cit., p. 306 ss.

⁴⁵ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, p. 22: «competition and a wellfunctioning reputation mechanism go together. The mere existence of many competitors does not guarantee quality unless there is something causing high-quality producers to benefit and low-quality producers to suffer. In the rating market, where quality presumably cannot be determined in advance, quality is rewarded because high-quality producers amass reputational capital. Thus, the official focus on increasing competition can be seen as reflecting faith in the ability of reputation to bring about good results under the right circumstances».

Varie soluzioni sono state proposte per ovviare al problema⁴⁶ ed i legislatori statunitense ed europeo hanno introdotto norme apposite al fine di risolvere la

⁴⁶ Cfr. COFFEE J.C., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, cit., pp. 4-6: «In any event, a feasible path to increased competition from the current starting point of oligopoly is far from obvious. The barriers to entry into this field are likely to remain forbiddingly high. Quite simply, the “Catch 22” for new entrants is that it is nearly impossible to obtain clients without a track record for reliable ratings and such a track record is difficult to generate unless one first has clients. Thus, to generate competition, some governmental intervention appears necessary. Possible such responses include: (1) authorizing an independent body to select the rating agency; (2) mandating (and thereby effectively subsidizing) a “subscriber pays” model for ratings; and (3) creating a governmental rating agency to issue ratings (much like the TVA was created in the United States as a check on the monopoly power of private utilities). (...) [T]his paper will argue that the conflict inherent in the dominant “issuer pays” business model and the concentrated character of the CRA market require an interlinked solution that either (1) divorces issuer payment of the CRA from issuer selection of the CRA, or (2) encourages (and implicitly subsidizes) an alternative “subscriber pays” market for ratings. (...) this article recognizes (as does a recent study by the staff of the New York Federal Reserve Bank) that the CRAs do provide valuable information that strongly influences the cost of capital. At least in the case of complex and opaque debt securities (such as collateralized debt obligations or “CDOs”), “do-it-yourself” credit analysis, even by relatively sophisticated institutional investors, is no more feasible than “do-it-yourself” brain surgery. Thus, reform of the CRAs is to be preferred over free market solutions that permit anyone to issue credit ratings and anyone to rely on them. That premise appears also to be shared by the U.S. Congress, Canada, and the EU Commission, which have all recently introduced systems for the mandatory registration and oversight of CRAs. Nonetheless, some downsizing of the mandatory role of credit ratings may be part of a balanced policy approach».

questione⁴⁷. Allo stato, tuttavia, si è ancora lontani dal potersi affermare che il mercato del *rating* sia un mercato aperto e pienamente concorrenziale. Nonostante una restrizione così significativa della concorrenza non appaia desiderabile e nonostante siano stati individuati i fattori che maggiormente hanno contribuito e contribuiscono tuttora al suo determinarsi, intaccare l'oligopolio costruito nel corso di molti decenni dalle "tre sorelle" del *rating* non sembra operazione facile né attuabile in tempi rapidi. In proposito si può ricordare come la stampa finanziaria⁴⁸ abbia recentemente espresso perplessità sulla capacità della neo-nata agenzia di *rating* Universal Credit Rating Group, la prima agenzia di *rating* globale nata dalla collaborazione tra agenzie di diverse aree geografiche (la cinese Dagong, la russa RusRating e l'americana Egan-Jones), di fare concorrenza alle Big Three del *rating* (Moody's, Standard & Poor's e Fitch), che attualmente si spartiscono all'incirca il 90-95% del mercato mondiale dei *rating*.

3. (segue) La categoria delle NRSRO

Come si è visto poc'anzi (cfr. § 2), tra i fattori che hanno contribuito a limitare la competizione all'interno dell'industria del *rating* è da annoverare senz'altro la creazione, negli Stati Uniti, della categoria delle NRSRO,

⁴⁷ Per una ricognizione del diritto europeo e statunitense si rinvia alla sezione II del presente capitolo.

⁴⁸ Cfr. LONGO M., *Parte la sfida alle «sorelle» del rating*, in *Il Sole 24 Ore* del 24 ottobre 2012, p. 4; CELLINO M., *Rubare spazi ai «big» delle pagelle non sarà facile*, in *Il Sole 24 Ore* del 24 ottobre 2012, p. 4.

che ha introdotto rilevanti barriere all'ingresso del mercato del *rating*.

La categoria delle NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, ossia “Organizzazioni di rating statistico riconosciute a livello nazionale”) è stata introdotta negli Stati Uniti nel 1975 con l’emanazione, da parte della SEC, di una serie di regole in materia di requisiti patrimoniali netti (*net capital requirements*) richiesti a banche e *broker-dealer*⁴⁹: «[t]he term “NRSRO” was originally adopted by the Commission in 1975 solely for determining capital charges on different grades of debt securities under the Net Capital Rule»⁵⁰. Il fattore storico che determinò l’introduzione della categoria delle NRSRO fu la crisi del credito degli inizi degli anni ’70, in risposta alla quale si decise di procedere ad una maggiore regolamentazione del mercato finanziario⁵¹.

L’ottenimento del riconoscimento come NRSRO è estremamente rilevante per le agenzie di *rating* del credito, in quanto soltanto i *rating* rilasciati da NRSROs possono essere utilizzati negli Stati Uniti a fini regolamentari; in altri termini, ove la regolamentazione incorpori un rinvio al *rating* (ad esempio, per stabilire in quali prodotti finanziari determinate categorie di investitori possano o

⁴⁹ Cfr. PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 462: «nel 1975 – tramite la *rule 15c3-1* – la SEC connesse i requisiti di capitale richiesti ai *broker-dealer* alla rischiosità dei *bond* da essi detenuti in portafoglio, che veniva determinata in base al rating ad essi attribuito».

⁵⁰ SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, January 2003, in <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, pp. 6 ss..

⁵¹ HILL C.A., *op. cit.*, pp. 53 s..

non possano investire), gli unici *rating* che potranno essere validamente utilizzati a tal fine saranno quelli emessi da agenzie che abbiano lo *status* di NRSRO («the purpose of NRSRO designation does not appear to be to improve efficiency per se. Such designation in fact has another purpose: to ensure that where the applicability of specific laws turns on a rating, the issuer of the rating – and thus the rating itself – is a reliable indicator of whether or not to apply those laws»⁵²). I *rating* delle NRSROs vengono utilizzati, tra l'altro, per calcolare i requisiti di capitale netto (*net capital requirements*); le norme della SEC stabiliscono che i *money market funds* (categoria di fondi comuni di investimento) possano incorporare soltanto titoli con un *rating* elevato e rilasciato da un'agenzia che sia NRSRO; i *rating* delle NRSROs vengono utilizzati a fini regolamentari anche in campo assicurativo, per calcolare le riserve detenute dalle compagnie di assicurazione⁵³.

Inizialmente, nei primi anni '80 del secolo scorso, le agenzie che ottennero il riconoscimento come NRSRO furono sette, successivamente ridottesì dapprima a sei dalla metà degli anni '90 e poi a tre dal 2003 a seguito di varie operazioni di fusione. Attualmente le agenzie di *rating* che possono fregiarsi della qualifica di NRSRO sono 10: A.M. Best Company, Inc.; DBRS, Inc.; Egan-Jones Ratings Co.; Fitch, Inc.; HR Ratings de México, S.A. de C.V.; Japan Credit Rating Agency, Ltd.; Kroll Bond Rating Agency, Inc.; Moody's Investors Service, Inc.; Morningstar Credit Ratings, LLC; Standard & Poor's Ratings Services⁵⁴. Sul

⁵² SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, p. 21.

⁵³ Per ulteriori esempi sull'utilizzo dei *rating* delle NRSRO nella regolamentazione statunitense si rinvia a TONELLO M., *op. cit.*, p. 931.

⁵⁴ Cfr. <http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml> (ultimo accesso: 6 febbraio 2014).

sito della SEC è disponibile il modulo per l'*Application for Registration as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)*⁵⁵.

Il riconoscimento veniva concesso tramite l'invio da parte della SEC all'agenzia richiedente di una *no action letter*, nella quale la SEC affermava che ove un ente soggetto a regolamentazione avesse fatto ricorso ai giudizi emessi da quell'agenzia la stessa SEC non avrebbe raccomandato di intraprendere alcuna azione nei confronti di tale ente. Queste *no action letters* venivano rese pubbliche e potevano essere utilizzate da qualsiasi soggetto interessato ad ottenere valutazioni dall'agenzia di *rating* riconosciuta come NRSRO.

In origine la SEC non stabilì con precisione quali requisiti e *standards* le agenzie di *rating* dovessero soddisfare per ottenere lo *status* di NRSRO; le richieste, in mancanza di specifici riferimenti normativi, venivano valutate caso per caso, secondo logiche ampiamente discrezionali, da parte della SEC. L'opacità e l'indeterminatezza dei criteri (sia sostanziali che procedurali) utilizzati dalla SEC nel processo di riconoscimento delle NRSRO hanno sostanzialmente finito col favorire le poche agenzie che per prime hanno ottenuto tale *status* (le "tre sorelle") a scapito delle altre.

Nonostante designazione di nuove NRSRO, la situazione di predominio delle tre agenzie storiche non sembra essere mutata. Cfr. DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 2: «Despite the presence of seven additional NRSROs, the three leading rating agencies are responsible for 98 percent of all outstanding ratings and collect 90 percent of the total rating revenue (Shorter & Seitzinger 2009). This leading trio has wielded immense, quasi-governmental power».

⁵⁵ Cfr. <http://www.sec.gov/about/forms/formnrsro.pdf>.

La difficoltà per le nuove agenzie di *rating* (*new comers*) che instavano per ottenere la qualifica di NRSRO erano date sia dalla nebulosità del procedimento e dalla mancanza di chiari parametri di valutazione, sia dal fatto che il criterio che nel tempo aveva assunto maggiore importanza era costituito dalla reputazione di cui l'agenzia godeva al momento della presentazione della richiesta: «In determining whether a rating agency possesses the characteristics on an NRSRO, the staff considers a number of criteria. The Division believes that the single most important criterion is that the rating agency is in fact nationally recognized by the predominant users of rating in the United States as an issuer of credible and reliable ratings»⁵⁶. In tal modo la SEC, «per un lungo periodo di tempo, forse preoccupata dall'ingresso di *incumbents* non sufficientemente affidabili, forse per ragioni protezionistiche, in ogni caso in mancanza di un preciso referente normativo, ha ristretto l'area delle NRSRO tanto da far parlare di un *government-sponsored cartel*»⁵⁷. La SEC, da parte sua, si è difesa motivando lo scarso numero di agenzie a cui era stata riconosciuta la qualifica di NRSRO alle forze naturali del mercato (esistenza di barriere naturali all'ingresso, scarso numero di richieste di riconoscimento)⁵⁸.

In sostanza, lo *status* di NRSRO era (e tuttora è) dalle agenzie ambito in quanto permetteva loro di acquistare rilevanza rilasciando *rating* che potevano essere utilizzati a

⁵⁶ SEC Concept Release Nos. 33-7085, 34-34616, IC-20508; International Series Release No. 706, *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 31 agosto 1994, consultabile all'indirizzo <http://www.sec.gov/rules/concept/34-34616.pdf>, p. 9.

⁵⁷ PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., p. 74.

⁵⁸ HILL C.A., *op. cit.*, p. 54.

livello regolamentare, ma per ottenere tale qualifica era necessario dimostrare che, già al momento della presentazione della richiesta di riconoscimento, l'agenzia godeva di buona reputazione a livello nazionale (criterio del “riconoscimento nazionale”, *nationally recognized*). Questo meccanismo favorì, come è ovvio, gli operatori storici del settore (*incumbents*), in particolare le “tre sorelle”, che per lungo tempo furono tra le poche agenzie a potersi fregiare della qualifica di NRSRO: «Regulatory dependence on ratings created higher demand for ratings and increasingly higher profits for NRSROs, even when their ratings proved spectacularly inaccurate»⁵⁹. La letteratura definisce questo curioso meccanismo come una specie di Comma 22 (*Catch 22*)⁶⁰, in quanto un'agenzia di *rating* doveva essere nazionalmente riconosciuta per

⁵⁹ DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 4.

PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 464: «Le agenzie di rating si trovarono perciò a operare in una vantaggiosissima struttura di mercato in cui i servizi da loro offerti erano richiesti dagli stessi emittenti, la domanda di tali servizi era estremamente rigida in quanto il ricorso al rating era legislativamente imposto e l'offerta di essi era caratterizzata da un regime oligopolistico pressoché immutabile in ragione della sostanziale chiusura del mercato».

⁶⁰ Tale locuzione viene mutuata dall'omonimo romanzo *Catch 22* di Joseph Heller, del 1961. Nel romanzo di Heller il Comma 22 è una norma contenuta nel regolamento cui sono soggetti i piloti militari, in base alla quale un pilota può chiedere di essere esentato dalle missioni di volo per insania mentale, ma la semplice richiesta da parte del pilota di essere esentato dalle missioni di volo dimostra la sua sanità mentale. Si tratta, chiaramente, di un paradosso, poiché la possibilità di scelta è solo apparente.

ottenere lo *status* di NRSRO, ma doveva essere una NRSRO per diventare nazionalmente riconosciuta⁶¹.

Alcuni esempi riportati da Hill⁶² aiutano a comprendere le difficoltà che le agenzie di *rating* diverse da quelle storiche hanno incontrato nell'ottenere la qualifica di NRSRO: i) un dirigente dell'agenzia di *rating* Egan-Jones raccontò che un funzionario della SEC gli disse: «We won't tell you the criteria [for obtaining NRSRO designation], otherwise you might qualify», non vi diremo i criteri per ottenere lo *status* di NRSRO, altrimenti potreste ottenerlo⁶³; ii) l'agenzia LACE Financial, che aveva presentato domanda per ottenere la qualifica di NRSRO, riferì di essere stata contattata due volte in otto anni: la prima volta nel 1992, quando le venne data conferma della ricezione della sua candidatura; la seconda volta nel 2000, quando le venne comunicato il rigetto della domanda⁶⁴.

La situazione testè descritta sollevò, ovviamente, numerose critiche, tanto da spingere, nel 2006, il Congresso ad intervenire con l'emanazione del *Credit Rating Agency Reform Act*, il quale ha richiesto alla SEC di stabilire delle chiare linee guida per la determinazione delle agenzie che possono essere qualificate NRSRO⁶⁵.

⁶¹ HILL C.A., *op. cit.*, p. 53: «The SEC staff considers a number of criteria, the most important of which is that the agency be “nationally recognized” for the reliability of its ratings. Hence the often remarked upon Catch-22: an agency has to be nationally recognized to be an NRSRO but has to be an NRSRO to become nationally recognized».

⁶² HILL C.A., *op. cit.*, pp. 54 s..

⁶³ HILL C.A., *op. cit.*, p. 55.

⁶⁴ HILL C.A., *op. cit.*, p. 55, nt. 61.

⁶⁵ In verità, come emerge dalla lettura di TONELLO M., *op. cit.*, p. 937, già l'anno prima dell'intervento del legislatore la SEC aveva

4. Il problema dei conflitti di interessi⁶⁶

Altro tema ampiamente dibattuto è quello relativo ai numerosi conflitti di interessi ai quali le agenzie di *rating* sono potenzialmente esposte e che possono inficiare l'esattezza dei giudizi emessi^{67 68}.

tentato di porre rimedio alla situazione: «Nel marzo 2005 la SEC ha proposto una nuova definizione di NRSRO, la quale, pur non eliminando la categoria elitaria, è intesa ad abbattere le barriere d'accesso finora interposte alle agenzie straniere, allineandosi alle soluzioni autodisciplinari individuate dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) nel *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Cfr. SEC Release Nos. 33-8236-34-47972, “Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”, del 4 giugno 2003, disponibile online all'indirizzo www.sec.gov/rules/concept/338236.htm. Subito sottoposta alla consueta tornata di consultazioni aperta agli operatori specializzati e agli emittenti (...), la nuova nozione di *statistical rating organization* suggerita dalla SEC si avvale di criteri selettivi quali la pubblicità del servizio, la credibilità del fornitore e la correttezza del suo sistema interno di *governance*».

⁶⁶ Sui conflitti di interesse nelle attività finanziarie cfr. ANTONUCCI A. e PARACAMPO M.T., *Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca borsa titoli di credito* 2007, 3, p. 285 ss..

⁶⁷ Ancora agli inizi del terzo millennio i potenziali conflitti di interesse che affliggono le agenzie di *rating* non erano forse del tutto noti o non erano forse ancora percepiti in tutta la loro importanza. Stando allo studio di Schwarcz, infatti, «[t]he amount of the fee is also independent of the rating. Coupling this with the fact that reputational costs help to ensure the objectivity and independence of the ratings decision, *the aforesaid conflict of interest does not appear to cause any negative consequences*» [corsivo di chi scrive], con l'unica possibile eccezione – afferma l'A. – della pratica di Moody's di rilasciare *unsolicited ratings* (SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, p. 16). Riflessioni analoghe si trovano

In un contesto particolare quale certamente è quello nel quale operano le agenzie di *rating* del credito, il presupposto che le stesse effettuino la propria delicatissima attività di classamento del merito creditizio in assoluta indipendenza ed autonomia, libere da condizionamenti da parte di qualsivoglia soggetto (emittenti, investitori, autorità pubbliche), appare un elemento assolutamente imprescindibile: «[e]xpertise isn't worth anything in this context without independence. Both are necessary; neither is sufficient»⁶⁹.

anche nella dottrina nostrana della fine del secolo scorso; in particolare, secondo MONTI E., *op. cit.*, p. 22, i conflitti di interessi che potrebbero derivare dal modello *issuer pays* non inficiano la bontà del *rating* perché le agenzie per sopravvivere devono emettere buoni giudizi e mostrarsi indipendenti.

⁶⁸ Cfr. COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., pp. 3-4: «Although many problems surround the performance of gatekeepers, one problem overshadows all others: typically, the party paying the gatekeeper will be the party that the gatekeeper is expected to monitor. Auditors, attorneys and investment bankers – all are typically paid by the corporation that hires them. (...) Put simply, the real question is whether one can trust a watchdog hired and paid by the party to be watched?».

⁶⁹ HILL C.A., *op. cit.*, p. 75. Secondo l'A. le agenzie di *rating* sono indipendenti e non potrebbero funzionare se non avessero una reputazione di indipendenza: «their reputations for independence may mean more than their reputations for expertise (so long as they are perceived to have some baseline level of expertise). As one rating agency veteran quoted by The Economist said, "We may be incompetent, but we're not dishonest." Rating agencies can credibly say that they won't readily risk their reputations. One might respond: but didn't accounting firms also have and need reputations for independence? As is well known, accounting firms severely compromised their independence. But there is a key difference between rating agencies and accounting firms. Because

Diverse e molteplici sono le situazioni che possono generare situazioni di potenziali conflitti di interessi, situazioni che sono riconducibili a tre categorie principali⁷⁰:

a) *Struttura di remunerazione*. Una prima potenziale fonte di conflitto di interessi, che si configura, per ovvi motivi, solo in presenza di *rating* richiesti (*solicited ratings*), è costituita dal fatto che oggi giorno le agenzie di *rating* sono remunerate, nella stragrande maggioranza dei casi⁷¹, dagli emittenti⁷². Come si è visto nel capitolo

of the two-rating norm, Moody's and Standard & Poor's are able to withstand the pressure issuers might exert to obtain higher ratings. The issuers' threats to go elsewhere simply are not credible. (...) The two-rating norm has costs—certainly to potential new entrants into the rating agency market, and perhaps to issuers and investors as well—but it also has this important benefit» (pp. 75-76).

⁷⁰ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, p. 32.

In generale, affermano LENER R. e RESCIGNO M., *op. cit.*, p. 364, «[l']indipendenza (e così l'assenza o la riduzione delle fattispecie di conflitto di interessi) di un *gatekeeper* si misura, in linea di principio, rispetto ai soggetti in favore dei quali effettua il suo controllo o che possono avere un interesse all'esito di questo controllo. Fra il soggetto "controllato" e il *gatekeeper* non dovrebbero esistere relazioni tali da minarne l'indipendenza».

⁷¹ Il modello *investors pay* esiste tuttora, anche se in misura notevolmente ridotta. Tra le agenzie di *rating* che ancora adottano questo modello si può, ad esempio, ricordare la nipponica *Mikuni & Co., Ltd.* (FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 54 s.): «[v]a tuttavia osservato che Mikuni utilizza solo informazioni pubbliche, il che rende probabilmente i suoi giudizi, quand'anche più indipendenti, potenzialmente meno accurati. Mikuni tende ad attribuire rating più bassi non solo rispetto alle altre agenzie giapponesi, ma anche rispetto a quelle globali» (ID., p. 55)

precedente, a partire dagli anni '70 del secolo scorso il nuovo modello di *business issuer pays*, in cui a richiedere ed a pagare i *rating* sono gli emittenti, è venuto a sostituire ampiamente (anche se non completamente) il tradizionale modello *investor pays*.

Come si diceva, il rischio di un conflitto di interessi si profila nel caso di *solicited rating*, poiché in tal caso l'agenzia che emette il giudizio viene retribuita proprio dal soggetto sul quale è chiamata ad esprimere la sua valutazione. È facile intuire quale sia la preoccupazione di un modello di remunerazione improntato sulla logica che a pagare i *rating* siano direttamente gli emittenti, ossia le entità oggetto della valutazione delle agenzie: ove il soggetto valutato ed il soggetto tenuto al corrispettivo verso l'agenzia che effettua la valutazione coincidano, appare lecito domandarsi se quest'ultima sia totalmente libera ed indipendente nello svolgimento della propria attività oppure se non rischi di subire pressioni da parte del committente-oggetto della valutazione ai fini dell'ottenimento del *rating* desiderato. Insomma, il controllato che sceglie e remunera il proprio controllore non può non far sorgere dubbi in merito alla bontà ed all'imparzialità del controllo medesimo: è come se l'imputato potesse scegliere il giudice dal quale essere giudicato o se lo studente potesse scegliere il professore dal quale essere esaminato, ed il giudice ed il professore fossero rispettivamente remunerati proprio dall'imputato

⁷² Cfr. COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., p. 286: «Approximately 90 to 95 percent of the credit-rating agencies' annual revenues comes from issuer fees. Obviously, this heavy dependence on issuer fees gives rise to a fundamental conflict that logically could lead to ratings inflation».

giudicato e dallo studente esaminato, e fossero magari addirittura legati a loro da qualche rapporto di parentela⁷³.

Nel corso dello svolgimento del rapporto tra emittente-committente ed agenzia di *rating* incaricata diversi sono i momenti nei quali può profilarsi un conflitto di interessi che infici l'accuratezza del giudizio⁷⁴.

Innanzitutto, il rischio di conflitto di interessi tra emittente e *rater* può nascere già prima dell'affidamento dell'incarico di *rating*; ciò avviene nel momento in cui l'agenzia di *rating* offra all'emittente-eventuale futuro committente una consulenza preventiva rispetto all'affidamento dell'incarico, anticipandogli quale *rating* si vedrebbe assegnare nel caso in cui decidesse di affidarsi a lei per la valutazione del proprio merito creditizio. In questa fase preliminare, il conflitto di interessi può sorgere nel caso in cui la società di *rating*, oltre a fornire una stima del *rating* che l'altra parte si vedrebbe verosimilmente attribuito ove lo richiedesse, indichi anche quali sono gli elementi che influenzerebbero l'eventuale attribuzione del *rating* del credito ed in quale misura, in tal modo dando istruzioni, suggerimenti agli emittenti su come poter ottenere il *rating* desiderato⁷⁵. Questi *prerating meetings*, che si svolgono in via riservata e rimangono segreti al mercato, fanno sorgere una situazione di conflitto di interessi, in quanto il *rater*, anziché rimanere neutro ed imparziale, accorda preferenza ai propri interessi (ottenere

⁷³ Il paragone è di ORHAN M. e ALPAY R., *op. cit.*, p. 8.

⁷⁴ Cfr. KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 569, 2008.

⁷⁵ KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 18: «These instructions to the issuer on how to achieve its desired rating allow the issuer to plant the evidence that will justify the CRA granting the desired rating. When it then grants the desired rating – albeit upon the “factors” – the CRA meets its implicit obligation to do so, arising from the consultation with the issuer».

l'affidamento dell'incarico) ed a quelli dell'emittente-futuro committente (ricevere un *rating* gradito), a scapito di quelli degli investitori e del mercato in generale⁷⁶. Si consideri, inoltre, che ove l'agenzia di *rating* abbia prospettato all'emittente l'assegnazione di una determinata categoria di *rating*, una volta effettivamente ricevuto l'incarico difficilmente si discosterà dalla valutazione "promessa", anche nell'ipotesi in cui dovesse accorgersi che la situazione creditizia dell'entità valutata sia difforme rispetto a quella presunta.

Le consulenze fornite nel corso dei c.d. *prerating meetings* rientrano nella più ampia categoria di quelli che sono conosciuti come "servizi ancillari" (*ancillary services*), ossia servizi ausiliari rispetto a quello (principale) del rilascio del *rating*⁷⁷. Si tratta, soprattutto, di consulenze, che le agenzie di *rating* forniscono agli emittenti ove richieste; in tal modo gli emittenti possono avere una visione d'anticipo sul *rating* che plausibilmente

⁷⁶ KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 18.

⁷⁷ Moody's dà la seguente definizione di "servizi ancillari": «"Ancillary Services": Those products and services that may be offered by MIS, that are not credit rating services, and that include market forecasts, estimates of economic trends, pricing analysis or other general data analysis as well as related distribution services» (MOODY'S INVESTORS SERVICES, *European Union Transparency Report*, Issued in respect of the year ended 31 December 2012, disponibile all'indirizzo https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/MIS_EU%20Transparency2012.pdf, p. 17, sec. VIII).

In particolare, «[s]imili servizi ausiliari riguardano, ad esempio: i servizi di *rating assessment*, che forniscono all'emittente un'indicazione circa il *rating* che gli verrebbe assegnato al materializzarsi di determinati scenari economici o strategie di business; i servizi di *risk management*; le attività di formazione» (MANCINELLI L., *op. cit.*, p. 63, nt. 27).

otterrebbero al fine di poter intervenire tempestivamente e preventivamente su quegli aspetti che potrebbero costituire un ostacolo all'ottenimento del *rating* di una determinata categoria o in modo da capire come eventuali operazioni societarie potrebbero influenzare il *rating* già emesso⁷⁸. L'offerta dei servizi ancillari ha nel corso del tempo fatto lievitare i profitti delle agenzie di *rating*, che ne hanno tratto significativi guadagni aggiuntivi (sotto forma di pagamento di ulteriori commissioni), ma hanno nel contempo contribuito ad acuire il problema del rischio del rilascio di valutazioni compiacenti da parte delle agenzie⁷⁹.

Un secondo momento nel quale il rischio di conflitto di interessi può palesare i propri effetti negativi è quello in cui l'agenzia di *rating*, avendo ricevuto il relativo incarico da parte dell'emittente, procede al classamento del merito creditizio dell'emittente stesso o di una sua particolare emissione. In questa frangente la società di *rating* potrebbe subire indebite pressioni da parte del committente che intenda ottenere il giudizio desiderato; e l'agenzia potrebbe decidere di accondiscendere alle richieste dell'emittente, mossa dalla preoccupazione di non scontentare il proprio cliente in vista del possibile conferimento di nuovi futuri incarichi e del pagamento delle relative commissioni. Si ricordi, infatti, che ove l'emittente non sia soddisfatto del giudizio ricevuto, lo stesso potrà rivolgersi ad un'altra agenzie di *rating* per ricevere una seconda valutazione, e successivamente

⁷⁸ PICARDI L., *op. cit.*, p. 739: «più esattamente, dietro pagamento di un'ulteriore commissione, gli emittenti prospettano scenari ipotetici al fine di comprendere come una particolare operazione – si pensi ad una fusione, ad una vendita di cespiti patrimoniali o ad un acquisto di azioni proprie – possa influenzare il proprio *rating*».

⁷⁹ KORMOS B.J., *op. cit.*, pp. 22-23.

rendere noto soltanto il giudizio più favorevole (*rating shopping*).

Altro momento ancora nel quale può emergere il rischio di conflitto di interessi è la fase di monitoraggio del *rating*, successiva all'emissione dello stesso⁸⁰. Gli emittenti, per mantenere il proprio *rating* nelle pubblicazioni delle agenzie incaricate di emetterlo, pagano delle commissioni annuali (*yearly fees*) alle agenzie. In caso di mancato pagamento, l'agenzia può revocare il *rating*; il che comporterebbe inevitabilmente ripercussioni negative sull'emittente, soprattutto nel caso in cui gli investitori che hanno acquistato i titoli relativi siano vincolati a detenere nel proprio portafoglio finanziario soltanto strumenti dotati di un certo livello minimo di *rating* (si consideri che gli investitori istituzionali, che rappresentano il 95% del mercato, possono detenere solo titoli *investment grade*)⁸¹. Per evitare il declassamento e la conseguente perdita dell'*investment grade* gli emittenti possono essere ragionevolmente tentati di dissimulare le informazioni negative, offrendo una visione parziale e distorta della propria reale condizione economico-finanziaria. Da parte loro, le agenzie di *rating* hanno tutto l'interesse a che il soggetto valutato rimanga sul mercato, per continuare a percepire le *yearly fees*, che costituiscono una parte rilevante delle loro entrate; non vanno trascurati nemmeno i possibili profitti che l'agenzia di *rating* potrebbe trarre dalla valutazioni di future emissioni del soggetto. Anche in questo caso gli interessi delle agenzie di *rating* collimano con quelli degli emittenti, in antitesi, però, rispetto agli interessi degli investitori e del mercato

⁸⁰ KORMOS, B.J., *op. cit.*, pp. 21-22.

⁸¹ KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 21.

in generale, dando così luogo ad un'altra possibile fonte di conflitto di interessi⁸².

Con riguardo a questa prima categoria di conflitti di interessi, legata alla struttura di remunerazione *issuer pays*, le agenzie di *rating* si sono difese affermando di aver adottato misure che sarebbero in grado di prevenire i rischi appena esposti. In particolare, le agenzie tutelerebbero l'indipendenza e l'imparzialità dei loro giudizi separando la parte commerciale da quella di analisi deputata ad effettuare la valutazione, escludendo gli analisti dai negoziati tra agenzie e committenti intesi a stabilire il compenso dovuto per l'attività di emissione del *rating*; in altri termini, non essendo gli analisti interpellati nella fase preliminare delle trattative ma soltanto in quella successiva al conferimento dell'incarico e non essendo gli stessi a conoscenza del compenso (*fee*) pattuito, gli stessi sarebbero liberi di operare seguendo unicamente le regole della propria professione. Inoltre – affermano le agenzie di *rating* – ciascun emittente contribuisce solo in piccola parte al fatturato delle agenzie medesime; ed il fatto che circa un terzo degli emittenti si dichiara non soddisfatto del *rating* ricevuto costituirebbe la riprova del fatto che le agenzie di *rating* sono indipendenti dai committenti-emittenti⁸³.

Le agenzie di *rating* hanno altresì cercato di difendersi dalle critiche loro mosse riguardo all'esistenza di conflitti di interessi intrinseci al modello *issuer pays* affermando che nessuna di esse dipende economicamente in modo determinante dalle commissioni di un solo emittente, in

⁸² KORMOS, B.J., *op. cit.*, pp. 21-22.

⁸³ Cfr. *Special report: Credit agencies. Who rates the raters?*, in *The economist*, 26 marzo 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/3786551>.

quanto ciascun emittente, considerato singolarmente, ha un peso poco rilevante nelle entrate dell'agenzia. Tale argomentazione ha, però, perso vigore a seguito dell'affermarsi della finanza strutturata. Come pone in evidenza J.C. Coffee, difatti, «[w]hen the CRAs principally rated corporate bonds, no one client accounted for 1% of their business (because even large corporations went to the bond market only intermittently). But as structured finance became the CRAs' principal profit center, the rating agencies faced a limited number of large investment banks that brought deals to them on a continuing basis (and thus could threaten to take a substantial volume of business elsewhere, if dissatisfied). (...) As a result, they possessed the ability to threaten credibly that they would take their business elsewhere – a threat that the rating agencies had not previously experienced»⁸⁴. Il passaggio dalla finanza tradizionale alla finanza strutturata ha, dunque, inciso profondamente sulla remunerazione delle agenzie di *rating*, che, da un lato, hanno visto aumentare i propri profitti, ma, dall'altro, anche la loro dipendenza economica da pochi grandi emittenti.

Se il modello di remunerazione *issuer pays* ha sollevato e continua tuttora a sollevare importanti dubbi in merito alla sua compatibilità con un modello di mercato del *rating* che sia scevro da condizionamenti esterni, non va sottaciuto che neppure l'opposto modello *investor pays* appare in grado di proporsi come rimedio definitivo

⁸⁴ COFFEE J.C., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, cit., pp. 8-9.

rispetto alla soluzione del problema del conflitto di interessi⁸⁵.

Non si ritiene, infatti, di concordare con coloro che individuano nel modello *investor pays* esclusivamente aspetti positivi⁸⁶. Coloro che sperano di elidere il problema dei conflitti di interessi generati dal modello *issuer pays* attraverso il ritorno al primigenio modello *investors pay* potrebbero, in realtà, non fare altro che ribaltare la questione sul lato opposto del mercato, senza risolverla definitivamente; come la cattiva massaia che, anziché eliminare la polvere, la solleva spostandola da un angolo all'altro della casa. Non va dimenticato, infatti, che anche gli investitori sono portatori di propri interessi e che, oltre all'interesse (legittimo) ad ottenere informazioni affidabili circa la rischiosità delle scelte di investimento che si accingono ad effettuare, gli stessi potrebbero far emergere anche il diverso e non meritevole interesse ad influenzare il valore dei titoli posseduti o di quelli che intendono

⁸⁵ In particolare, tra le agenzie di *rating* sono quelle più piccole a dipendere meno dalle commissioni pagate dagli emittenti. Cfr. HILL C.A., *op. cit.*, p. 50, nt. 33: «The smaller agencies, however, do not depend on issuer fees to the same extent. For instance, the agency specialized in rating insurance companies, A.M. Best, gets about sixty percent of its revenues from publications, data, and subscriptions, and LACE Financial obtains ninety percent of its fees from subscribers».

⁸⁶ Favorevole al modello *investor pays* parrebbe PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 486: «i rating emessi secondo il più risalente modello *investor paid*, ancora seguito da diverse agenzie operanti a livello nazionale, non sono affetti da situazioni di conflitto di interesse né sono soggetti a dinamiche di mercato anticoncorrenziali, ma semplicemente rispondono alla domanda degli investitori, che costituiscono la parte contrattuale che paga i rating nonché i loro utilizzatori finali».

acquistare, condizionando la determinazione del relativo prezzo (nonché il rendimento promesso) al rialzo o al ribasso, secondo ^{i propri interessi}⁸⁷. Si pensi all'investitore che

⁸⁷ Si soffermano sul punto LENER R. e RESCIGNO M., *op. cit.*, pp. 361-362: «l'adozione del modello *investor-pays* non significa certo che, per definizione, l'interesse che muove le scelte degli investitori istituzionali coincida con quello – superiore – all'integrità del mercato; né che possano escludersi ipotesi in cui l'emissione di un certo giudizio (o, soprattutto, la variazione nel tempo del giudizio su un determinato emittente o su un determinato strumento) non avvenga secondo criteri di assoluta indipendenza rispetto all'interesse particolare dell'investitore/sottoscrittore. Ancora non deve, purtroppo, dimenticarsi che maggiore è l'impatto che sui prezzi può avere il giudizio dell'agenzia di *rating*, maggiore sarà il possibile interesse privato proprio di chi investe sui mercati a influenzare l'emissione del giudizio. Rischio, questo, amplificato dal fatto che sul mercato finanziario non esiste un archetipo di "investitore", ma esistono diversi tipi di "investitori", con diversi obiettivi e diversi interessi perseguiti, influenzati in modo diverso dai giudizi emessi dalle agenzie di *rating* e così oggetto di attenzioni diverse (basti comparare un *hedge fund* con un fondo pensione per comprendere il senso di quanto ora rilevato). Più interessante, se volessero seguirsi strade radicali di intervento sul sistema di remunerazione delle agenzie di *rating*, sarebbe la scelta del modello di remunerazione a opera del mercato (c.d. *trading venue-pays*) oppure la creazione di una sorta – come è stato detto – di "piattaforma (comune) di compensazione". Il vero è che seguendo questa traccia di intervento il tema della remunerazione si intreccia strettamente con quello delle modalità di selezione delle agenzie. Ci si interroga allora, oltre che su chi debba pagare l'agenzia, su chi dovrebbe gestire la scelta dell'agenzia; il caso, il mercato stesso o, come autorevolmente si sostiene, una autorità indipendente». Cfr. altresì GRANATA E., *op. cit.*, p. 378: «Va detto peraltro che anche il modello *investor-pay* non è immune da profili potenzialmente conflittuali, considerato che, in definitiva, il valore dei titoli posseduti o lo stato di *compliance* dei sottoscrittori dipende dal *rating* dei titoli oggetto di investimento».

voglia acquistare determinati prodotti finanziari, di cui conosce la bontà: in tal caso lo stesso potrebbe avere interesse a che la valutazione dell'agenzia su quel prodotto sia inferiore rispetto al reale merito di credito dello stesso, in modo tale da spuntare un prezzo più basso e/o un rendimento più alto (sotto forma di più elevato tasso di interesse promesso). Si pensi, ancora, alla situazione opposta, in cui l'investitore già detiene determinati titoli nel proprio portafoglio: in questo caso l'investitore avrà interesse a che l'agenzia rilasci la miglior valutazione possibile, anche assegnando un *rating* di categoria superiore rispetto all'effettiva affidabilità creditizia del prodotto, di modo tale che il proprio investimento non perda valore ed, anzi, addirittura lo incrementi. E, con particolare riferimento all'investitore professionale, si può profilare un ulteriore incentivo a far pesare sull'agenzia di *rating* i propri privati interessi, dato dall'esistenza di limiti normativi che lo vincolano nell'effettuare le proprie scelte di investimento: «[b]asti pensare all'investitore professionale che, avendo già nel proprio portafoglio determinati titoli, sarà interessato a un loro *rating* più elevato possibile giacché un *downgrade* potrebbe comportare non solo una diminuzione del valore di tale *asset*, ma anche un obbligo di procedere alla vendita a condizioni svantaggiose»⁸⁸.

Certo, perché tali effetti di condizionamento si verificano è necessario che il *rating* richiesto dall'investitore (o da una classe di investitori) venga reso pubblico, poiché ove al contrario rimanga confinato alla sfera di conoscenza dell'investitore-committente e del

⁸⁸ PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 270.

rater che lo ha emesso, non sarà in grado di influire sulla determinazione del prezzo dei titoli.

Hanno, allora, probabilmente ragione le agenzie di *rating* quando affermano che «all business models for credit rating agencies have potential conflicts of interest embedded in them»⁸⁹.

Va, inoltre, considerato che «[l]e caratteristiche di bene pubblico del *rating* (...) giustificano economicamente il modello *issuers pay*»⁹⁰, nonché il fatto che tale modello «consente una maggiore diffusione delle informazioni sul mercato»⁹¹.

Infine, l'adozione di un efficiente modello *investor pays* potrebbe risultare difficile da realizzare, ove si tratti di individuare *ex ante* gli investitori potenzialmente interessati all'entità oggetto della valutazione e persuaderli a pagare le commissioni (sempre che gli stessi abbiano disponibilità economiche sufficienti per farlo) per l'emissione del *rating*⁹².

⁸⁹ MOODY'S INVESTORS SERVICES, *European Union Transparency Report*, Issued in respect of the year ended 31 December 2012, disponibile all'indirizzo https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/MIS_EU%20Transparency2012.pdf, p. 6.

⁹⁰ PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 270.

⁹¹ PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 270.

⁹² Cfr. SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, pp. 15-16: «there appears to be little alternative to this arrangement because of the collective action problem in coordinating potential investors to pay this fee. One rarely can know in advance which investors will purchase a given issuance of securities, and even if one did, it would be difficult to persuade those investors to pay their pro rata portion of the rating agency fee directly. The issuer therefore may be the only party realistically capable of paying the rating agency's fee in all

Diverse sono le soluzioni prospettate in dottrina per ovviare a questo prima possibile fonte di conflitto di interessi. Tra le varie soluzioni proposte si può, ad esempio, ricordare quella suggerita da Coffee ed altri, che propongono di remunerare le agenzie di *rating* con titoli finanziari la cui affidabilità creditizia sia stata certificata proprio dal *rating* emesso dall'agenzia⁹³; soluzione, anch'essa, non priva di criticità⁹⁴.

Le soluzioni proposte, tuttavia, scontano «quantomeno un duplice ordine di difficoltà: da un lato il modello *issuer-paid* è ben radicato e conveniente sotto un profilo economico per l'investitore (rimanendo a carico dell'emittente il costo relativo alla remunerazione delle agenzie di *rating*); dall'altro lato, i modelli alternativi proposti sono ancora oggi poco persuasivi in quanto troppo eterogenei e differenti tra loro»⁹⁵.

b) *Struttura proprietaria delle agenzie*. Altra potenziale fonte di conflitto di interessi è costituita dall'assetto proprietario delle agenzie di *rating*⁹⁶. Si tratta,

situations. This does not, however, eliminate the potential conflict of interest that an issuer might be tempted to use the fee to strategically bargain for a higher rating».

⁹³ COFFEE J.C., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, cit., p. 254. Tale soluzione è stata prospettata anche da altra dottrina (si vedano in proposito i riferimenti contenuti in ENRIQUES L. e GARGANTINI M., *op. cit.*, p. 480 nt. 16).

⁹⁴ Per una più ampia panoramica delle soluzioni avanzate per far fronte alle inefficienze scaturenti dal sistema *issuer pays* si rinvia a PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Nuove leggi civ. comm.* 2012, 1, pp. 61 ss..

⁹⁵ PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 61-62.

⁹⁶ Stando alle indicazioni della dottrina, si può supporre che il problema del conflitto di interessi legato all'assetto proprietario

in questo caso, di un conflitto di interessi interno all'agenzia stessa, che vede contrapporsi gli interessi della società di *rating* in quanto tale agli interessi particolari dei soggetti (*i.e.* azionisti) che la possiedono e la controllano. Interesse dell'agenzia è quello di svolgere la propria attività al meglio emettendo *rating* “di qualità”, in modo da non subire eventuali sanzioni (di mercato e non); interesse degli azionisti che controllano l'agenzia potrebbe essere, invece, quello di far emettere alla stessa valutazioni compiacenti su emittenti od emissioni di loro interesse. Non va, infatti, dimenticato che nella compagine azionaria di molte agenzie vi sono grandi banche d'affari, importanti gestori di fondi di investimento e società finanziarie, che sono al tempo stesso importanti azionisti delle agenzie ed utilizzatori dei loro servizi.

Varie sono le problematiche che si possono evidenziare in questo campo. Si pensi al caso in cui l'agenzia di *rating* sia chiamata a valutare un emittente o i prodotti di un emittente che sia contemporaneamente anche un suo azionista che possieda una quota di un certo rilievo: in questo caso si potrebbe addirittura affermare che il valutato ed il valutatore si confondono nello stesso soggetto.

delle agenzie di *rating* si sia manifestato soprattutto in tempi recenti, mentre non era stato avvertito in tempi più remoti. Nella prima metà degli anni '90 del XX secolo il problema non doveva, infatti, essere così evidente se la dottrina affermava che «[t]he ownership structures of US rating agencies do not generally present serious conflict of interest problems. The major agencies are all either independent or owned by nonfinancial companies, though two had until recently been owned by financial companies. (...) Most of the non-US. firms are also independent» (CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, pp. 2-3).

Altro caso che può ipotizzarsi è quello in cui l'agenzia di *rating* sia chiamata a valutare (non direttamente l'azionista ed i suoi prodotti, ma) i prodotti detenuti nel portafoglio finanziario dei propri azionisti o prodotti sui quali i propri azionisti sono interessati ad investire: anche in questo caso l'azionista che detenga una quota di un certo rilievo dell'agenzia potrebbe essere indotto ad esercitare indebite pressioni sulla stessa affinché venga attribuito al prodotto di suo interesse un *rating* di proprio gradimento (ad esempio, un *rating investment grade* se l'azionista-investitore è soggetto a regole che gli impongono di investire solo in titoli con *rating* elevato oppure se vuole alienare quei titoli spuntando il prezzo più alto possibile; oppure un *rating* inferiore a quello che l'entità oggetto della valutazione effettivamente meriterebbe per ottenere un più basso prezzo di acquisto e/o lucrare una più alta remunerazione). Una situazione simile si prospetta nel caso in cui l'agenzia emetta *rating* relativi a partecipazioni da essa stessa detenute.

Ancora, si potrebbe dare il caso in cui due o più agenzie di *rating* abbiano, nella propria compagine azionaria, un medesimo e significativo gruppo di investitori: in questo caso le agenzie di *rating* non sarebbero indipendenti nemmeno l'una nei confronti dell'altra.

c) *Dirigenti, analisti ed altri dipendenti.* Infine, un ultimo aspetto che deve essere preso in considerazione attiene alle varie figure che operano alle dipendenze o, comunque, *nell'interesse e/o per conto* delle agenzie di *rating*. A tal proposito, Hunt osserva che «[o]ther areas of conflict arise at the level of the individual person and come from the fact that rating agency analysts may wish to move to more lucrative jobs – for example at investment banks

that arrange structured products – and from the fact that rating agency executives are compensated in part with stock options. Option-based compensation may encourage rating-agency executives to engage in short-term thinking and excessive risk-taking»⁹⁷. Da un lato, vi è il pericolo che gli analisti delle agenzie, dopo aver lavorato per le stesse, passino a lavori più redditizi per conto di altri soggetti (ad esempio, banche di investimento), anch'essi coinvolti nelle operazioni finanziarie; dall'altro, si profila il rischio che i dirigenti delle agenzie di *rating*, in parte compensati con *stock-option*, per massimizzare i propri profitti personali cedano alla tentazione di assumere rischi eccessivi, agendo secondo logiche egoistiche e di breve termine.

Più in generale, si può dire che vi è rischio di conflitto di interessi ogniqualvolta dirigenti, dipendenti e soggetti che a qualsivoglia titolo collaborano con le agenzie di *rating* passino ad altro lavoro oppure detengano nel proprio portafoglio (o abbiano intenzione di investire in) titoli e strumenti valutati dalla stessa agenzie di *rating*, per loro scelta o perché remunerati con *stock-option* o perché il loro compenso viene (in tutto o in parte) determinato in funzione delle commissioni che l'agenzia di *rating* riceve dall'entità valutata. Sussiste, altresì, il rischio di conflitto di interessi quando dirigenti, dipendenti e collaboratori a vario titolo intrattengano con il soggetto valutato rapporti che esulano da quelli strettamente necessari per l'attribuzione del *rating* e/o occupino posizioni di rilievo presso l'entità oggetto di valutazione; tali rapporti possono essere intrattenuti (così come gli strumenti dell'emittente valutato possono essere detenuti) dal soggetto direttamente od indirettamente tramite soggetti allo stesso collegati.

⁹⁷ HUNT J.P., *op. cit.*, p. 33.

Si tratta, insomma, di tutta una serie di ipotesi nelle quali appare fondato il sospetto che il soggetto che lavora per o collabora con l'agenzia di *rating* sia spinto a tener conto prioritariamente dei propri personali interessi piuttosto che di quelli della massa indistinta e sconosciuta degli investitori e del mercato in generale.

La questione della soluzione alle possibili situazioni di conflitto di interessi nelle quali le agenzie di *rating* possono venire a trovarsi nel corso del loro operare è ancora oggetto di preoccupazione ed è al centro di ampie discussioni e dibattiti. Ciò è facilmente evincibile sia dai recenti interventi normativi statunitensi ed europei, sia dalle recenti dichiarazioni rilasciate dai rappresentanti delle agenzie di *rating*, tese a smentire le principali accuse loro rivolte di agire in conflitto di interessi⁹⁸.

Per i provvedimenti assunti dal legislatore statunitense e da quello europeo si rimanda alla sezione II del presente capitolo. Qui ci si limiterà ad enucleare i provvedimenti adottati dalle agenzie di *rating* medesime (provvedimenti che devono, però, aver mostrato la propria inadeguatezza, se più di un legislatore ha sentito l'obbligo di intervenire, dettando in materia norme cogenti).

Le agenzie di *rating*, sempre più pressate dalle critiche loro rivolte da più parti, si sono date delle regole di autodisciplina; tali regole hanno riguardato soprattutto il problema del modello di remunerazione da parte degli emittenti (*issuer pays*) e le modalità di remunerazione dei

⁹⁸ Si legga in proposito l'intervento di PIERDICCHI M. (*Head of Southern Europe di Standard & Poor's*), *Le misure per un rating senza conflitti (d'interesse)*, in *Il Sole 24 Ore* del 6 ottobre 2012, p. 18, teso a dimostrare l'indipendenza e l'imparzialità di Standard&Poor's e la sua estraneità a qualsivoglia tipo di conflitto di interesse.

propri dipendenti. Nell'*Annual European Union Transparency Report 2012* (pubblicato da Moody's a marzo 2013, in conformità all'art. 12 ed all'Allegato 1, Sezione E III del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm., in riferimento all'esercizio chiuso il 31 dicembre 2012)⁹⁹, Moody's Investor Services (MIS) afferma che, non essendo possibile eliminare tutti i conflitti di interesse, le situazioni di conflitto che non possono essere eliminate vengono identificate, gestite e rese note, al fine di preservare l'oggettività, l'indipendenza e l'integrità del processo di *rating* del credito. MIS dichiara, inoltre, di aver adottato diverse misure e procedure per prevenire, identificare e gestire i conflitti di interesse, come l'adozione di *standard* di alto livello sulla gestione delle informazioni di natura confidenziale, l'imposizione di restrizioni ai propri dipendenti con riguardo alla possibilità di ricevere regali, detenere particolari strumenti e, in generale, altri interessi personali che potrebbero creare potenziali conflitti di interesse. La stessa MIS dichiara di non avere propri interessi diretti sul mercato e di essere operativamente e giuridicamente segregata rispetto alle altre attività di Moody's diverse dal *rating* del credito. La sezione commerciale di MIS, che discute e stabilisce i compensi con gli emittenti, e la sezione di analisi, che si occupa di assegnare i *rating*, sono tra loro separate, e gli analisti hanno l'obbligo di astenersi dal partecipare a discussioni con gli emittenti od altri soggetti riguardo al pagamento delle commissioni per le attività di *rating* del

⁹⁹ MOODY'S INVESTORS SERVICES, *European Union Transparency Report*, Issued in respect of the year ended 31 December 2012, disponibile all'indirizzo https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/MIS_EU%20Transparency2012.pdf, pp. 6-7.

credito. I *rating* non vengono assegnati da un singolo analista ma da un *team* di esperti; gli analisti non sono compensati o valutati sulla base delle commissioni che MIS percepisce dall'emittente che valutano o con il quale, comunque, interagiscono. Gli analisti di *rating* sono, inoltre, soggetti ad un meccanismo di rotazione graduale, ideato al fine di preservare la loro indipendenza¹⁰⁰. Quando un analista lascia il suo impiego presso MIS per andare a lavorare presso un emittente con il quale ha intrattenuto rapporti significativi in qualità di analista del *rating*, MIS conduce una *look-back review* sull'attività svolta da quell'analista.

Similmente Standard&Poor's, nel *Transparency Report 2012* pubblicato (sempre in conformità all'art. 12 ed all'Allegato 1, Sezione E III del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm.) a marzo 2013 con riferimento all'esercizio chiuso il 31 dicembre 2012¹⁰¹, indica quali sono le sue politiche di rotazione degli analisti (p. 14).

¹⁰⁰ In particolare, «[u]nder this Analyst Rotation Policy, MIS will rotate lead analysts every four years, rating analysts every five years and persons approving credit ratings every seven years. When rotated, analysts are subject to a minimum two year “cooling off” period in which they are prohibited from engaging in credit rating activities with respect to the applicable issuer and/or its related third party» (MOODY'S INVESTORS SERVICES, *European Union Transparency Report*, Issued in respect of the year ended 31 December 2012, disponibile all'indirizzo https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/MIS_EU%20Transparency2012.pdf, p. 16, sec. VII, ii).

¹⁰¹ STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES - EU GROUP OF CREDIT RATING AGENCIES, *Transparency Report 2012*, disponibile all'indirizzo

http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheader_name3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalu

Le agenzie di *rating* del credito hanno, inoltre, replicato con forza ai dubbi (se non alle vere e proprie accuse) sollevati nei loro confronti di non agire in piena e totale autonomia ed indipendenza, affermando che il problema dei conflitti di interessi (soprattutto con riguardo ai *rating* dei prodotti tradizionali) non si porrebbe affatto, in quanto il rischio di perdere la propria reputazione (che le agenzie affermano essere la principale componente del proprio patrimonio) sarebbe un disincentivo sufficiente ad adottare comportamenti condiscendenti e/o collusivi con gli emittenti-committenti. Tale replica presenta però almeno due punti deboli. Il primo fa perno sulle critiche che sono state mosse al meccanismo reputazionale¹⁰², per cui esso non sarebbe più la base su cui si fonda la fortuna delle agenzie di *rating* del credito, sostituita nel corso degli anni dal meccanismo regolamentare. Il secondo riguarda il nuovo e sempre più fecondo mercato della finanza strutturata, dal quale le agenzie di *rating*, pur meno esperte nella valutazione dei complessi prodotti strutturati, hanno tratto profitti sempre maggiori nel corso del tempo¹⁰³.

e2=inline%3B+filename%3D2012+EU+Transparency+Report+March+2013.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1244252703114&blobheadervalue3=UTF-

¹⁰² Cfr. il successivo § 7.

¹⁰³ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, p. 32: «Rating agencies and others argue that this is not a problem with respect to traditional instruments because the rating agencies have far more to lose by imperiling their reputation for objectivity than they have to gain by pleasing any single client. As explained above, this argument has less force for structured-finance products, where the market is dominated by a just few participants that arrange issues».

Nonostante le (strenue) difese delle agenzie di *rating*, che con numerosi argomenti hanno cercato e cercano tuttora di allontanare da sé il fantasma del conflitto di interessi, la questione deve ritenersi tutt'altro che risolta se un recente studio di esperti della Banca Centrale Europea ha posto in luce come le agenzie di *rating* tendano a favorire le banche di maggiori dimensioni, che garantiscono loro maggior *business*, assegnando a queste ultime giudizi più benevoli rispetto a quelli che realmente meriterebbero¹⁰⁴. Gli esperti rilevano, infatti, che «[l]e agenzie sembrano assegnare sistematicamente giudizi più favorevoli di quanto meritano alle banche più grandi e alle istituzioni che garantiscono loro un business aggiuntivo sui mercati della finanza strutturata»; in particolare, le agenzie di *rating* favorirebbero le banche che con le stesse effettuano un maggior numero di operazioni di cartolarizzazione (ciascuna delle quali richiede l'emissione di uno o più *rating*, i quali vengono commissionati e pagati dalle stesse banche), e la conclusione a cui giungono gli esperti è che «[i] dati rappresentano la chiara evidenza che i conflitti di interesse che scaturiscono dal business delle cartolarizzazioni compromettono la qualità dei rating sulle banche». Se i calcoli degli esperti sono corretti, il vantaggio per gli istituti bancari non sarebbe di poco conto, in quanto la distorsione dei giudizi di *rating* potrebbe, a parità di rischiosità dell'emittente, a far

¹⁰⁴ Si legga in proposito l'articolo di CELLINO M., *Rating alle banche, favorite le big*, in *Il Sole 24 Ore* del 23 ottobre 2012, p. 14, che richiama la ricerca «Rating bancari, cosa determina la loro qualità» condotta da Harald Hau, docente di economia e Finanza presso l'Università di Ginevra, da Sam Langfield della Fsa (l'organismo di controllo dei mercati britannico) e dall'economista iberico David Marques-Ibanez.

diminuire il costo della raccolta finanziaria di 40 punti base¹⁰⁵.

5. (segue) I *rating* non richiesti (*unsolicited ratings*)

Come si è visto nel paragrafo precedente, una possibile fonte di problemi circa l'integrità del processo di *rating* è dato dall'ipotesi di conflitto di interessi tra agenzia di *rating* ed emittente-oggetto di valutazione nel caso di *solicited ratings* direttamente richiesti e remunerati da parte degli emittenti, che per tale via sono sia oggetto della valutazione che committenti della stessa. Sebbene sotto un diverso profilo, anche i *rating* non richiesti (c.d. *unsolicited ratings*) sollevano questioni analoghe.

In particolare, l'analisi della prassi del rilascio di *rating* non richiesti (per i quali, perciò, le agenzie non ricevono alcun compenso, né dall'investitore né dall'emittente oggetto della valutazione non sollecitata) ha mostrato che tale prassi presenta aspetti sia positivi che negativi.

Il problema maggiore che si ricollega alla emissione di *unsolicited ratings* è costituito dalla possibilità che l'agenzia di *rating* utilizzi tale strumento per coartare la volontà degli emittenti, forzandoli ad avvalersi (dietro compenso) della loro opera, sotto la minaccia del rilascio di un *rating* negativo. In altre parole, l'agenzia di *rating* emette o minaccia di emettere valutazioni non richieste intenzionalmente ed artificiosamente calcolate al ribasso per estorcere agli emittenti futuri incarichi professionali. L'emittente, per evitare il danno che gli deriverebbe dal rilascio di una valutazione negativa (o per rimediare al

¹⁰⁵ CELLINO M., *Rating alle banche, favorite le big*, cit..

danno di un *rating* negativo già reso pubblico) si persuade ad incaricare l'agenzia ad effettuare, questa volta dietro il pagamento di un corrispettivo, una nuova valutazione; valutazione che, non essendo più basata soltanto sui dati e sulle informazioni pubblicamente disponibili, ma altresì sulle informazioni riservate fornite direttamente dal soggetto valutato, facilmente risulterà migliore rispetto a quella iniziale non sollecitata¹⁰⁶. Si tratta, ovviamente, di una pratica deprecabile, che ha ricevuto condanne da più parti¹⁰⁷.

Altro motivo che spinge parte della dottrina a vedere con sospetto, quando non addirittura a contrastare apertamente, la pratica degli *unsolicited ratings* è dato dal fatto che gli stessi sono elaborati sulla base di informazioni necessariamente incomplete (si tratta, per lo più, di informazioni pubbliche), in quanto la comunicazione con

¹⁰⁶ Cfr. PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, cit., p. 72: «With respect to unsolicited ratings, the credit rating agencies are unique among gatekeepers. In particular, the conflicts involving securities analysts are the reverse of those associated with credit ratings: the allegation is that analysts give unduly favorable ratings to persuade issuers to pay additional fees for other services, not that they give unduly unfavorable ratings to persuade issuers to pay for the ratings. In other words, the securities analyst conflicts are “pull” conflicts in which the analyst dangles the prospect of favorable ratings to obtain future fees, whereas the rating agency conflicts are “push” conflicts in which the agency threatens the issuer with unfavorable ratings to obtain fees now».

¹⁰⁷ Cfr. *Special report: Credit agencies. Who rates the raters?*, in *The economist*, 26 marzo 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/3786551>: «Targeted companies despise such practices, which Mr Reynolds of CreditSights describes as “the equivalent of extortion”».

l'emittente è limitata¹⁰⁸; sicché il grado di accuratezza della valutazione sarà minore.

Accanto alla incompletezza delle informazioni su cui il *rating* si basa deve presumibilmente aggiungersi anche la scarsità delle risorse che le agenzie di *rating*, non pagate per la valutazione non richiesta, dedicheranno allo svolgimento dell'attività¹⁰⁹.

Insomma, se il *rating* non richiesto si basa su informazioni incomplete e se lo stesso è artificiosamente basso appare chiaro come l'emissione di *rating* non richiesti rappresenti una ulteriore ipotesi di conflitto di interessi: l'agenzia di *rating*, infatti, non agisce in modo neutrale ed indipendente perseguendo il fine di fornire al mercato una informazione corretta ed attendibile, ma privilegia i propri interessi a scapito degli interessi sia degli investitori (che ricevono un'informazione non esatta, ma modellata secondo gli scopi perseguiti dall'agenzia)¹¹⁰, sia degli emittenti (che vedono attribuirsi un *rating*

¹⁰⁸ Cfr. CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 5. Non va però dimenticato il problema del capitale reputazionale, sicché «[a]lthough an agency assigning unsolicited ratings may appear to have an incentive to be unduly conservative so as to reward those firms that do pay for its ratings, this incentive may be offset by the need to maintain a reputation for analytical credibility (Monro-Davis 1994)» (*ibidem*).

¹⁰⁹ Così KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 23.

¹¹⁰ Cfr. KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 23: «This creates a conflict between the CRAs and the investors, because the CRAs are exacting a toll from the issuer, by disseminating inaccurate, less reliable information than would otherwise be produced through a solicited process; thus, the rating agencies are preferring their interest in fees received for a coerced solicited rating to the investors' interest in receiving accurate information for their investment property».

artificiosamente basso e non corrispondente al proprio merito di credito).

Va, inoltre, considerato che i *rating* non sollecitati hanno ripercussioni negative non soltanto sugli emittenti (la cui volontà viene coartata) e sul mercato in generale (che, attraverso la diffusione di *unsolicited rating* poco accurati, viene messo a conoscenza di informazioni che potrebbero risultare non esatte), ma altresì sul corretto funzionamento dello stesso mercato del *rating*, potendo tale strumento essere utilizzato anche per finalità anticoncorrenziali¹¹¹.

Parte della dottrina, tuttavia, ritiene che gli aspetti problematici dei *rating* non sollecitati sarebbero meno gravi di quanto a prima vista potrebbero apparire. In particolare, secondo Hill la capacità delle agenzie di utilizzare strategicamente *unsolicited rating* sarebbe limitata da alcuni fattori: i) in primo luogo, il costo reputazionale che l'agenzia potrebbe dover pagare; ii) in secondo luogo, il fatto che i mercati possono correggere un *rating* che ritengono troppo basso¹¹².

¹¹¹ OLIVIERI G., *op. cit.*, p. 286.

¹¹² HILL C.A., *op. cit.*, p. 62, nt. 95.

Cfr. altresì SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, p. 17, secondo il quale «[e]ven if unsolicited rating does constitute an abuse, its scope is limited. It therefore may not justify implementation of board regulatory scheme. Instead, targeted remedies, such as requiring disclosure of the fact that a rating is unsolicited, would appear more appropriate. Recently, in fact, Moody's voluntarily instituted such disclosure for certain unsolicited ratings, in "recogni[ion] that market participants have shown an interest in knowing which ratings lack the issuer's participation" and to "help to dispel misconceptions, and increase the credibility and utility of [its] ratings in the capital markets". Reputational costs alone therefore have been sufficient, even in this context, to help correct rating agency misbehavior».

Accanto ai profili negativi testè enunciati, è stato posto in evidenza anche un possibile aspetto positivo riconducibile alla prassi della diffusione di *unsolicited rating*. L'aspetto positivo del rilascio di *rating* non richiesti consisterebbe, difatti, nella possibilità che gli stessi costituiscano un argine rispetto al fenomeno del c.d. *rating shopping*, ossia alla pratica per cui gli emittenti affidano l'incarico di emettere *rating* soltanto a quella/e agenzia/e che rilasciano i giudizi più favorevoli¹¹³.

Altri due aspetti positivi sono stati evidenziati: i) da un lato, il *rating unsolicited* permette alle nuove agenzie, da poco affacciate sul mercato del *rating*, di farsi conoscere e crearsi una reputazione; ii) dall'altro, il *rating unsolicited* permette al pubblico degli investitori di beneficiare di una seconda, una terza, etc. valutazione, emessa da un soggetto non remunerato dall'emittente¹¹⁴

¹¹⁵

¹¹³ Cfr. CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 5; SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, p. 17, nt. 100.

¹¹⁴ PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 91-92.

¹¹⁵ Per ulteriori approfondimenti sugli aspetti positivi e negativi connessi alla pratica degli *unsolicited ratings* si rinvia all'analisi svolta da VAN ROY P., *Is there a difference between solicited and unsolicited bank ratings and, if so, why?* (January 17, 2006). National Bank of Belgium Working Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=802085> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.802085>. L'A. osserva, in particolare, che i *rating* non sollecitati tendono ad essere inferiori rispetto ai *rating* sollecitati, e ciò dipenderebbe dal fatto che i *rating* non sollecitati si basano su informazioni pubbliche e tenderebbero, perciò, ad essere più prudenti (*conservative*).

Per una piccola sintesi di storie raccolte intorno alla discutibile pratica degli *unsolicited ratings*, aventi come protagonista l'agenzia Moody's, cfr. HILL C.A., *op. cit.*, p. 84, nt. 157. Cfr.

Una delle prime agenzie di *rating* ad essere stata criticata per l'emissione di *rating* non richiesti è stata Moody's¹¹⁶. A fonte delle critiche rivoltele, Moody's ha introdotto nel proprio Codice di condotta delle regole volte ad allontanare da sé il sospetto che i *rating* non richiesti dalla stessa emessi siano inattendibili poiché basati su informazioni parziali, prevedendo che Moody's rilascerà *unsolicited rating* solo ove ritenga di avere a disposizione informazioni sufficientemente complete; inoltre, al fine di eliminare il sospetto di far ricorso alla pratica dei *rating* non richiesti per coartare la volontà degli emittenti e procurarsi nuovi incarichi professionali, ha introdotto la regola secondo la quale Moody's non solleciterà e non accetterà compensi dall'emittente valutato per almeno un anno dalla pubblicazione del *rating* non sollecitato¹¹⁷.

In ogni caso, la pratica degli *unsolicited rating* non sembra riguardare tutti i segmenti del mercato con la stessa

altresì *Special report: Credit agencies. Who rates the raters?*, in *The economist*, 26 marzo 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.economist.com/node/3786551>.

¹¹⁶ Cfr. SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, p. 16.

¹¹⁷ MOODY'S INVESTORS SERVICES, *Code of Professional Conduct*, June 2011, disponibile all'indirizzo https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf, p. 14, punto 3.12: «As a publisher of opinions about credit, MIS reserves the right at any time to issue Unsolicited Credit Ratings if MIS believes: (i) there is a meaningful credit market or investor interest served by the publication of such a rating; and (ii) it has sufficient information to support adequate analysis and, if applicable, ongoing monitoring. In accordance with MIS's policies on designating unsolicited credit ratings, when a Credit Rating is an Unsolicited Credit Rating, MIS will not seek or accept remuneration for its analytical services from the Issuer for at least one year after the publication of such Credit Rating».

intensità. In particolare, il segmento dei prodotti strutturati sembrerebbe quello meno permeabile all'emissione di *rating* non richiesti, dato che le valutazioni delle operazioni di finanza strutturata si basano quasi esclusivamente sulle informazioni fornite dal soggetto che origina l'operazione¹¹⁸.

¹¹⁸ PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 91 s. esclude che possano essere emessi *unsolicited ratings* su operazioni di finanza strutturata («La circostanza che il *rating* si basa sulle informazioni fornite da chi origina l'operazione implica (...) che in questo ambito è pressoché impossibile procedere ai c.d. *unsolicited ratings*»), con conseguente minore permeabilità del mercato della finanza strutturata all'ingresso di nuovi *competitors* («Di fatto, quindi, l'impossibilità degli *unsolicited ratings* nella finanza strutturata rende ancor più difficile l'ingresso di nuovi concorrenti sul mercato e preclude al pubblico la possibilità di avere a disposizione giudizi ulteriori rispetto a quello della o delle agenzie espressamente incaricate dall'*arranger*»).

Il problema della scarsa permeabilità del mercato della finanza strutturata all'ingresso di nuove agenzie di *rating* era già stato sottolineato da LINCiano N., *La crisi dei mutui subprime*, cit., pp. 11-12 e 16: «l'agenzia che ha assegnato il *rating* iniziale diviene monopolista dell'informativa sui prodotti a causa della strutturale complessità e opacità degli stessi. Il mercato, infatti, non ha la possibilità di accedere a fonti terze o allo stesso emittente per ottenere informazioni potenzialmente *price-sensitive* (...). L'accesso a informazioni *price sensitive* sulle caratteristiche fondamentali dei titoli e sulla struttura stessa delle operazioni di cartolarizzazione è dunque particolarmente complesso e costoso; ne consegue (...) che l'agenzia che ha assegnato il *rating* iniziale diviene un sostanziale monopolista dell'informativa sul titolo e sull'evoluzione della qualità degli attivi sottostanti».

Dalla lettura di CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 5, emerge però che le agenzie di *rating* si sono già cimentate nell'impresa di assegnare *rating* non sollecitati a *structured securities* (si tratta, in particolare, dell'agenzia Moody's; contraria ad assegnare *rating*

Infine, una nuova ipotesi di conflitto di interessi recentemente profilatasi, in concomitanza con l'avvento e lo sviluppo della finanza strutturata, è la «pratica anticompetitiva del “notching”, che trova tipicamente attuazione nel *rating* dei prodotti finanziari strutturati: merita segnalare, al riguardo, come le due principali agenzie di *rating* (*Moody's* e *Standard & Poor's*) tendano ad abbassare i propri giudizi o a rifiutarsi di valutare i prodotti in esame, a meno che una parte sostanziale degli *assets* sottostanti non sia anch'essa sottoposta alla loro valutazione»¹¹⁹. Anche in questa ipotesi le agenzie di *rating* tentano di coartare la volontà degli emittenti, inducendoli ad acquistare i loro servizi: se l'emittente non affida all'agenzia di *rating* l'incarico di valutare gli *asset* sottostanti i prodotti strutturati, corre il rischio di vedersi negare la valutazione con riferimento al prodotto finale oppure di vedersi attribuire un giudizio inferiore rispetto a quello che avrebbe ricevuto ove anche le entità sottostanti fossero state valutate dalla medesima agenzia. In tal modo le società di *rating* operano una sorta di fidelizzazione forzata del cliente, il quale, una volta rivoltosi ad una certa agenzia, troverà estremamente sconveniente rivolgersi in un momento successivo ad un'altra agenzia¹²⁰.

non richiesti a *structured securities* e *bonds* emessi da società estere sarebbe, invece, Standard&Poor's; tra tutte, Fitch appare l'agenzia meno propensa a far ricorso alla prassi degli *unsolicited ratings*, qualunque sia il titolo oggetto del *rating*).

¹¹⁹ PICARDI L., *op. cit.*, p. 739.

¹²⁰ Esiste anche una sorta di fidelizzazione che si potrebbe definire “naturale”: «la clientela delle agenzie di *rating* subisce un forte effetto fidelizzazione dovuto principalmente al rischio che la modifica dei propri rapporti contrattuali possa essere interpretata dal mercato come un riflesso negativo del cambiamento del relativo merito creditizio» (TROISI A., *Diligenza e responsabilità*

6. La mancanza di trasparenza

Altro tema che occupa la riflessione intorno alle agenzie di *rating* è quello che riguarda la mancanza di trasparenza dell'attività delle medesime.

La trasparenza viene intesa secondo una duplice accezione:

i) *trasparenza metodologica*: riguarda le metodologie con le quali le agenzie di *rating* effettuano le loro valutazioni. Una maggiore trasparenza porta ad un miglior monitoraggio da parte degli investitori sulle agenzie di *rating* e ad un miglior funzionamento del meccanismo reputazionale;

ii) *trasparenza delle performances*: riguarda quanto bene i *rating* funzionano; anch'essa è importante per il meccanismo reputazionale¹²¹.

Entrambe le declinazioni di trasparenza sono state interessate dall'intervento normativo del legislatore statunitense nel 2006¹²² e nel 2010¹²³, dall'intervento normativo del legislatore europeo nel 2009¹²⁴.

delle agenzie di rating negli orientamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società, in *Riv. trim. dir. econ.* 2012, 4, p. 201, nt. 9).

¹²¹ HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 22-23.

Rileva PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 68 come negli anni '20 del XX Secolo il mercato del *rating* fosse competitivo e le scale di giudizio simili, sicché era semplice confrontare i giudizi emessi dalle diverse agenzie di *rating*.

¹²² HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 23 ss..

¹²³ Cfr. sezione II, § 3.

¹²⁴ Cfr. sezione II, § 4.

7. Il meccanismo reputazionale: presidio sufficiente al corretto operare delle agenzie di *rating*?¹²⁵

Tema importante ed imprescindibile di ogni lavoro che intenda indagare sulle agenzie di *rating* del credito è quello che riguarda l'importanza che la reputazione¹²⁶ ha per le medesime. A questo punto della trattazione, visti quali sono i principali problemi riscontrabili nell'attività di classamento del merito creditizio, resta da stabilire come essi incidano sulla reputazione di cui godono le agenzie di *rating* del credito e sulla possibile perdita della stessa.

Sino a pochi anni or sono le agenzie di *rating* operavano pressoché libere da vincoli di tipo normativo; le uniche regole che erano state dettate in materia erano contenute in codici di condotta e codici di autodisciplina,

¹²⁵ A proposito di *reputational interests* e *reputational sanctions* v. ZENO-ZENCOVICH V., *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, cit., pp. 247 ss., *Comunicazione, reputazione, sanzione*, in *Dir. dell'informazione e dell'informatica* 2007, 2, pp. 271 ss..

¹²⁶ Cfr. GABBI G., *Definizione, misurazione e gestione del rischio reputazionale degli intermediari bancari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, 1, p. 52: «Il termine “reputazione” coinvolge numerosi concetti, ovviamente non solo economici tra i quali considerazione, apprezzamento, valutazione, credito, stima, credibilità, fama, nome, opinione, marchio, onore. (...) In generale, si può affermare che il rischio reputazionale è la possibilità che un dato evento modifichi negativamente la stima che all'interno di un'organizzazione si ha di uno o più soggetti a prescindere dal fondamento giuridico del giudizio. In ambito economico la reputazione è il risultato del comportamento di un insieme assai più ampio di soggetti e la sua definizione necessariamente si complica. Si può comunque affermare che essa è l'insieme di attività intangibili, il cui decadimento può provocare un significativo peggioramento del valore globale dell'azienda».

non aventi forza cogente e sprovvisti di meccanismi sanzionatori. In un regime di deregolamentazione pubblica (*deregulation*) e di autoregolamentazione privata (*self-regulation*), la quale sorge autonomamente dal mercato e dal libero svolgersi dei rapporti tra le parti, le uniche sanzioni¹²⁷ sono quelle del mercato, e, in particolare, la perdita di reputazione dell'operatore nel caso in cui lo stesso non svolga al meglio la propria attività.

Questo argomento viene tuttora sovente impiegato dalle agenzie di *rating* del credito per difendere la bontà del proprio operato ed affermare la propria indipendenza. Le agenzie sostengono, infatti, di avere tutto l'interesse a bene operare per rilasciare *rating* di qualità, quanto più possibile corretti ed indipendenti, essendo la loro permanenza sul mercato condizionata dalla conservazione di una buona reputazione¹²⁸; il rilascio di *rating* scarsamente affidabili avrebbe, per le stesse, importanti ripercussioni negative, dal momento che la perdita di credibilità del valutatore porterebbe il mercato a non affidarsi più ai giudizi dal medesimo espressi, con la conseguenza che il valutatore considerato incapace o in

¹²⁷ O, meglio, le uniche sanzioni efficaci, dotate di reale forza deterrente. Come si vedrà infatti nel capitolo IV, le sanzioni della responsabilità civile, pur astrattamente ammissibili, erano assai raramente impiegate e perciò incapaci di orientare la condotta delle agenzie di *rating* verso comportamenti virtuosi.

¹²⁸ Perché godere di buona reputazione sia tanto importante lo spiega chiaramente PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 67: «if an individual's reputation improves, and other members of society begin to hold that individual in higher esteem, that individual acquires a stock of reputational capital, a reserve of good will, which other parties rely on in transacting with that individual. Reputational capital leads parties to include "trust" as a factor in their decision-making; trust enables parties to reduce the costs of reaching agreement».

mala fede non riceverà più incarichi professionali e (ovviamente) nemmeno la relativa remunerazione.

La buona reputazione genera fiducia, e la fiducia rappresenta il presupposto fondamentale in un mercato particolare e delicato come quello del *rating* del credito¹²⁹: se l'attività di classamento del merito creditizio prospera è perché (o dovrebbe essere perché) essa colma quel *gap* di informazione e di fiducia nella bontà dell'informazione esistente tra il lato della domanda ed il lato dell'offerta. Se il *rating* ha acquistato grande rilievo sui mercati finanziari è perché l'investitore, bisognoso di informazioni, comprensibilmente nutre maggior fiducia nel giudizio di un soggetto esperto estraneo al rapporto di finanziamento, rispetto al giudizio del soggetto (controparte contattuale) che cerca di finanziare la propria attività facendo ricorso al mercato¹³⁰. Non a caso il direttore generale per l'Italia di

¹²⁹ Cfr. PIANESI L., *op. cit.*, p. 194: «Si tocca, qui, il punto centrale del tema della reputazione delle agenzie di *rating*. Da un lato, vi è, infatti, lo stretto collegamento del concetto di credito con quelli di *fiducia* e di *credibilità*, tanto che il rischio di credito che un finanziatore sopporta dipende in gran parte dalla reputazione del finanziato; dall'altro, il successo e la funzione stessa del *rating* e delle agenzie sono strettamente dipendenti dalla fiducia e dalla credibilità che le stesse acquisiscono sul mercato»

¹³⁰ Cfr. COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., pp. 5-6: «Characteristically, the professional gatekeeper essentially assesses or vouches for the corporate client's own statements about itself or a specific transaction. This duplication is necessary because the market recognizes that the gatekeeper has a lesser incentive to lie than does its client and thus regards the gatekeeper's assurance or evaluation as more credible. To be sure, the gatekeeper as watchdog is typically paid by the party that it is to watch, but its relative credibility stems from the fact that it is in effect pledging a reputational capital that it has built up over many years of

Standard&Poor's è arrivato ad affermare che «la reputazione è tutto quello che noi abbiamo, di fatto, sul nostro bilancio»¹³¹. La reputazione diventa un fattore talmente importante che viene addirittura utilizzata la locuzione di “capitale reputazionale”: la buona reputazione di cui il soggetto gode viene vista come una parte fondamentale del suo patrimonio, capace di produrre ritorni economici e rendimenti¹³².

performing similar services for numerous clients. In theory, such reputational capital would not be sacrificed for a single client and a modest fee. Here, as elsewhere, however, logic and experience can conflict. Despite the clear logic of the gatekeeper rationale, experience over the 1990's suggests that professional gatekeepers do acquiesce in managerial fraud, even though the apparent reputational losses seem to dwarf the gains to be made from the individual client».

¹³¹ Audizione della dott.ssa M. Pierdicchi, cit., p. 49.

Cfr. altresì BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings*, cit., pp. 6-7: «By providing accurate ratings, they improve future business opportunities. Industry sources confirm this logic. According to a Bear Stearns & Co equity analyst in June 2007, S&P claimed that “reputation is more important than revenues”. Bloomberg news cites Moody's CEO Raymond McDaniel stating that “we are in a business where reputational capital is more important”. Former executive VP of Moody's Thomas McGuire stated in 1995 that “what's driving us is primarily the issue of preserving our track record. That's our bread and butter.”».

¹³² Cfr. FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 80-81: «Strettamente collegato al valore informativo del rating è il “valore di reputazione”. Gli operatori di mercato credono che il rating sia di buona qualità solo se l'agenzia ha una buona e consolidata reputazione. Da questo punto di vista, la reputazione stessa può essere considerata un prodotto delle agenzie. In questo senso la reputazione può essere considerata un'attività vera e propria (capitale di reputazione). In questo contesto, i rating non

Secondo il *reputational-capital model* un meccanismo di reputazione ben funzionante fornirà alle agenzie di *rating* incentivi ottimali per la produzione di *rating* di alta qualità¹³³. Il mercato sarebbe in grado di autoregolamentarsi, consentendo, da un lato, agli operatori migliori di prosperare ed espellendo, dall'altro, quelli che si dimostrano meno meritevoli.

Con riferimento all'attività di classamento del merito creditizio, la dottrina ha posto in luce come la buona reputazione delle agenzie di *rating* si fondi più sulla capacità di predire un *default* che non sulla capacità di predire il miglioramento del merito creditizio dell'emittente; sicché l'immagine dell'agenzia di *rating* rimarrà assai più danneggiata nel caso in cui un emittente classificato *investment grade* fallisca che non nel caso opposto, in cui un emittente con *rating speculative grade* abbia delle buone *performances*¹³⁴. In un'ottica di capitale

solo forniscono informazioni sul merito di credito, ma incorporano anche la reputazione dell'agenzia che ha emesso quel rating».

¹³³ Riferimenti alla dottrina che sostiene questa tesi si trovano in HUNT J.P., *op. cit.*, p. 16, nt. 68. La reputazione si lega alla possibilità di monitorare la qualità dei *rating*: «Although some assert that it is impossible to monitor quality because it is impossible tell even after the fact whether rating agencies performed poorly, or just experienced bad luck, that contention is inconsistent with any argument that reputation guarantees high quality. A reputation for quality presumes that market participants are able to engage in ex post monitoring of product quality. If customers can never determine whether good or services are of high quality or not, there can be no meaningful “reputation” for high-quality production. Thus, if reputation plays a role in rating-agency markets as agencies and many observers assert, it is possible to monitor quality» (HUNT J.P., *op. cit.*, p. 40).

¹³⁴ Cfr. KUHNER C., *op. cit.*, p. 7: «The agency will succeed in maintaining its reputation if firms rated investment grade survive,

reputazionale, risulterebbe dunque più pernicioso per un'agenzia emettere *rating* errati per eccesso (ossia eccessivamente favorevoli) che *rating* errati per difetto.

Il capitale reputazionale ha avuto un'importanza centrale agli albori dell'attività di *rating*¹³⁵, quando le agenzie hanno dovuto conquistarsi la loro fetta di mercato dimostrando di offrire un servizio utile; la sua importanza è, però, andata via via scemando nel corso del tempo.

La *reputational capital view* riferita alle agenzie di *rating* del credito, infatti, sembra essere sostanzialmente

or if firms rated speculative grade fail. If a speculative-grade debtor survives, the agency's reputational losses are at a comparatively low level. The agency's reputation will be damaged to a greater extent if an investment-grade debtor defaults. (...) Arguably, the ultimate users of rating information, i.e., the creditors, will attach higher value to precision in investment-grade rating assignments than they will to precision in speculative-grade assignments, at least if we assume risk aversion. Moreover, a debtor's insolvency is usually an event that will attract much more public attention than his unexpected survival. Finally, prediction errors are generally easier to avoid for debtors of apparently strong financial condition: Not only will low-quality creditors trade in an environment of enhanced volatility, they will also have incentives to increase their earnings' volatility by adopting gambling-for-resurrection-strategies. For all these reasons, the public will be less inclined to forgive if highly rated creditors fail».

¹³⁵ Cfr. PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., pp. 68 ss.. In particolare, spiega l'A., «[t]hroughout the 1920s, credit ratings were financed entirely from subscription fees, and rating agencies competed to acquire their respective reputations for independence, integrity, and reliability. In a market with low-cost barriers to entry, a rating agency issued inaccurate ratings at its peril. Every time an agency assigned a rating, that agency's name, integrity, and credibility were subject to inspection and critique by the entire investment community. Reputational considerations would have been especially acute in such an environment».

corretta sino agli anni '70 del secolo scorso: sino a quell'epoca le società di *rating* continuarono ad operare sul mercato in quanto ivi godevano di una buona reputazione, che portava investitori ed emittenti a confidare nella bontà delle loro valutazioni. Proprio a partire dagli anni '70 questo meccanismo ha, però, cominciato ad incrinarsi, in concomitanza con gli importanti cambiamenti che in quegli anni hanno interessato le agenzie di *rating* del credito, quali l'utilizzo sempre più massiccio del *rating* a fini regolamentari nonché la creazione della categoria delle NRSRO¹³⁶. L'introduzione di queste novità ha avuto importanti ripercussioni sull'attività di *rating* e sul funzionamento del suo mercato: da un lato, il *rating* ha cominciato ad essere acquistato non soltanto più per il suo valore informativo, ma anche (e, forse, soprattutto) per il suo valore regolamentare, sicché la qualità dei *rating* emessi (perno centrale del meccanismo reputazionale) è passata in secondo piano; dall'altro lato, non tutti i *rating* possono essere utilizzati indistintamente, poiché gli unici che hanno valore a fini regolamentari sono soltanto quelli rilasciati dalle (poche) agenzie che hanno ottenuto la qualifica di NRSRO.

Nonostante le importanti novità intervenute negli anni '70, ancora due decenni dopo era diffusa la convinzione che il mercato del *rating* fosse in grado di autoregolamentarsi e che la perdita di capitale reputazionale fosse un deterrente sufficiente per le agenzie rispetto all'assegnazione di giudizi eccessivamente favorevoli per compiacere gli emittenti, ossia coloro che,

¹³⁶ Cfr. capitolo II, § 2.

nel *business model* ormai predominante (il c.d. *issuer paid model*), pagano per l'emissione della valutazione¹³⁷.

Il mito della capacità delle agenzie di *rating* di autoregolamentarsi e della sufficienza delle sanzioni di mercato imperniate sul meccanismo reputazionale è però svanito alla fine del secolo scorso, quando la dottrina (il primo a svolgere uno studio accurato del fenomeno è stato Partnoy) ha posto in evidenza le gravi lacune del *reputational capital model*. Attualmente, la capacità delle agenzie di autoregolamentarsi e la sufficienza del meccanismo del capitale reputazionale quale disincentivo efficace rispetto a comportamenti scorretti ed opportunistici delle agenzie di *rating* sono nozioni fortemente compromesse, che alla prova dei fatti sembrano avere gravemente disatteso le aspettative che in loro erano state (probabilmente ingenuamente) riposte. Risulta allora interessante indagare attraverso quale percorso si sia passati, nell'arco di pochissimi anni, da una visione positiva e fiduciosa nei confronti delle agenzie di *rating* ad una più disillusa e diffidente. La domanda che sorge spontanea è per quale motivo, se una buona reputazione è così difficile da costruire ed è così importante da mantenere, in tempi recenti i *market gatekeepers* paiono avervi abdicato in modo tanto grossolano, come abbia potuto manifestarsi un così marcato «conflitto fra logica ed esperienza»¹³⁸ (logica, che vorrebbe che le agenzie di *rating*, nel timore di perdere la propria reputazione, siano stimulate a produrre giudizi di qualità elevata; esperienza, che mostra invece come nell'ultimo decennio del secolo scorso ed ancor più nel nuovo millennio le agenzie di *rating* abbiano mostrato acquiescenza rispetto ai

¹³⁷ In tal senso cfr. CANTOR R. e PACKER F., *op. cit.*, p. 4.

¹³⁸ L'espressione è di PICARDI L., *op. cit.*, p. 721.

comportamenti fraudolenti dei *managers* delle società emittenti).

Una prima risposta viene offerta da Partnoy, il quale contesta la teoria (a suo dire dominante) secondo cui «the credit-rating industry is competitive and reputation-driven»¹³⁹. La tesi di Partnoy è che l'introduzione sempre più massiccia dei *rating* all'interno della regolazione abbia finito per snaturare l'essenza originaria degli stessi, che da valutazioni aventi un contenuto informativo e soggette al meccanismo del capitale reputazionale sono diventate mere licenze regolamentari, acquistate dagli emittenti non per il loro valore informativo, ma perché permettono di soddisfare determinati requisiti stabiliti a livello regolamentare: «Information intermediaries function best when they have reputational capital at stake and will suffer a loss if their assessments are biased, negligent, or false. Over time, however, rating agencies have shifted from selling information to selling “regulatory licenses,” keys that unlock the financial markets»¹⁴⁰. Dal momento che i *rating* non vengono più acquistati per l'informazione che in essi è incorporata, ma soltanto per il loro valore

¹³⁹ PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 67. *Contra* SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, p. 14, secondo il quale il modello reputazionale funziona: «The reliability of ratings can be explained by reputational costs: the profitability of rating agencies is directly dependent on their reputations. Inaccurate ratings will impair, if not destroy, a rating agency's reputation (...) Thus, rating agencies should want to continue to provide accurate ratings, whether or not there is regulation. Regulation, on the other hand, could impair the reliability of ratings by increasing the potential for political manipulation, and by diminishing the importance of reputational costs as would occur, for example, if regulation were based on considerations other than ultimate ratings reliability».

¹⁴⁰ DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 3.

regolamentare, il meccanismo reputazionale non funziona più; sicché, anche se la qualità dei *rating* si rivela essere bassa, ciò non danneggia più di tanto l'agenzia responsabile della cattiva valutazione¹⁴¹.

Ecco allora spiegato quello che Partnoy chiama il “paradosso delle agenzie di *rating*”: il *rating* perde il proprio valore informativo, ma, nonostante ciò, la sua importanza non diminuisce e le agenzie non solo non subiscono conseguenze negative, ma, anzi, prosperano come non mai. Concorda con Partnoy Kormos: «While some argue that the CRAs' desire to maintain their “reputation” regulates them, this is a logically invalid argument, because it presumes that the CRAs have a reputation at all. In fact, they do not. The status legislatively granted to them proclaims them “recognised” and “approved” authorities, and requires substantially the entire investment market to purchase bonds stamped with the CRAs' approval – the investors must purchase securities on the CRAs' *authority*, rather than their

¹⁴¹ Cfr. PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 73: «In theory, rating agencies have good reason to avoid conflicts of interest and to protect the accuracy of their ratings, because they need to preserve their reputations. However, once the ratings of a small number of credit rating agencies are enshrined by regulators who incorporate credit ratings into substantive regulation, the markets become less vigilant about the agencies' reputations». Ed ancora: «By employing ratings as a tool of regulation, regulators have fundamentally changed the nature of the product rating agencies sell, as issuers pay rating fees to purchase, not only credibility with the investor community, but also a license from regulators. The web of regulation added from 1973 until today has given the rating agencies a valuable and powerful franchise in selling regulatory licenses. Those lucky few rating agencies now have a product to sell regardless of whether they maintain credibility with the investor community» (p. 77).

reputation. Therefore, they do not even have a “reputation” to regulate them; they are positively deregulated, and shielded from liability»¹⁴².

Anche se la visione di Partnoy appare forse un po' estrema (escludere del tutto che i *rating* abbiano un qualche valore informativo pare, in effetti, un po' eccessivo), il problema di un affievolimento della preoccupazione delle agenzie di *rating* circa la bontà della propria reputazione, a tutto scapito della qualità dei *rating*, sembra in effetti sussistere.

Oltre alla ragione individuata da Partnoy (la vendita di licenze regolamentari), altri fattori sembrano aver contribuito alla perdita di qualità dei giudizi di *rating* ed all'abbandono del *reputational-capital model*. Tra questi, in particolare, la difficoltà di attribuire *rating* a determinati prodotti, quali i prodotti strutturati. Vi è, infatti, chi si concentra ad indagare l'efficienza del meccanismo reputazionale con riferimento a particolari tipi di emissione; in particolare, Hunt concentra la propria attenzione sui giudizi che le agenzie di *rating* rilasciano rispetto a prodotti nuovi. Secondo Hunt il modello reputazionale, anche ove operi al meglio delle sue possibilità, non sarebbe comunque idoneo a garantire una qualità elevata dei giudizi di *rating* di prodotti finanziari nuovi, perché l'agenzia di *rating* non saprebbe come effettuare la valutazione¹⁴³. Il problema riguarda

¹⁴² KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 30.

¹⁴³ HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 4-5: «It is not plausible to argue that rating agencies have a valuable reputation for rating instruments they have never rated before. Thus, an agency faced with the opportunity to issue a rating on a novel product is unlikely to be constrained from doing so by fear of depleting its “reputational capital”, even if the agency knows that it cannot rate the product with high quality. (...) This implies that as long as financial

soprattutto i prodotti di finanza strutturata, rispetto ai quali le metodologie di valutazione tradizionali e la simbologia utilizzata per il classamento dei *bonds* non sembrerebbero del tutto appropriate¹⁴⁴. Un'altra delle ragioni della scarsa qualità dei *rating* sembra quindi essere legata allo sviluppo del nuovo mercato della finanza strutturata ed all'attribuzione del *rating* ai nuovi prodotti ivi collocati e scambiati; l'impressione che se ne ricava è che le agenzie di *rating*, vedendo l'opportunità di aumentare i propri profitti, non abbiano esitato a vendere "licenze regolamentari" e valutare entità poco o nulla conosciute. Ciò non deve stupire, ove si consideri che «le società di *rating* sono *profit organizations* e, come tali, il loro scopo non è eliminare le asimmetrie informative, che legittimerebbe il loro profitto, bensì vendere un servizio e, nel fare ciò, pur sapendo di coinvolgere il loro valore reputazionale, sono esposte alle stesse tentazioni di un qualsiasi operatore di mercato (gli uomini sono uguali dappertutto ed esiste la categoria dei "non illuminati e onesti")»¹⁴⁵. In un mercato poco vigilato (quale era quello

innovation continues – which is to say for the foreseeable future – there is likely to be a problem with rating agencies that will not be fixed by improving the reputation mechanism. One potential solution to this problem would be to require agencies to disgorge profits derived from issuing novel-product ratings that turn out to be of low quality, unless they disclose the low quality at the time of rating». Cfr. altresì pp. 35 ss. e, soprattutto, pp. 40 ss..

¹⁴⁴ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, pp. 35 ss. e, soprattutto, p. 48: «agency models and available data simply were not good enough for the agencies to issue highquality ratings on novel products such as subprime RMBS. (...) The staff report on the SEC's recent examination of the agencies suggests that agencies were aware that their ratings on novel products were of relatively low quality».

¹⁴⁵ P. SAVONA, prefazione al libro di FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., p. 12.

del *rating* sino a poco tempo fa) il rischio che prima o poi qualcuno sia disposto a truccare le carte per conseguire, nel breve periodo, vantaggi competitivi così ingenti da giustificare (ai suoi occhi) il rischio di una successiva smentita e la conseguente perdita di reputazione è eventualità tutt'altro che rara¹⁴⁶. Ragionando in un'ottica di breve periodo, il sacrificio (forse sottostimato, forse considerato soltanto eventuale, questo non è dato sapere) del capitale reputazionale sull'altare del profitto immediato deve essere sembrata una alternativa allettante ed accettabile¹⁴⁷.

Concludendo sul punto, un'ultima considerazione si impone. Al di là dell'accoglimento di una tesi (*reputational-capital model*) piuttosto che dell'altra (*regulatory license view*), sembra giusto domandarsi se sia accettabile un modello, anche ben funzionante, che si basi

¹⁴⁶ R. RORDOF, *op. cit.*, p. 774.

¹⁴⁷ COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., p. 18: «The common denominator linking these examples is that, as auditors increasingly sought consulting income and as analysts increasingly competed to maximize investment banking revenues, the gatekeepers' need to preserve their reputational capital for the long run slackened. Arguably, it could become more profitable for firms to realize the value of their reputational capital by trading on it in the short-run than by preserving it forever. Indeed, if it were true that auditing became a loss leader in the 1990's, one cannot expect firms to expend resources or decline business opportunities in order to protect reputations that were only marginally profitable». Ulteriori ragioni circa la decisione dei *gatekeepers* di sacrificare il proprio capitale reputazionale costruito nel corso di lunghi anni di attività sono esposte dall'A. alle pp. 18 ss. (riassuntivamente, si tratta del concorso dei seguenti fattori: a) *The Increased Incentive for Short Term Stock Price Maximization*; b) *The Absence of Competition*; c) *Observability*; d) *Principal/Agent Problems*).

unicamente su sanzioni di mercato, disgiunte da sanzioni di qualsiasi altro tipo. La domanda, già posta in dottrina, è la seguente: «[c]an (...) investors and other market players content themselves with rules whose sternest sanction to CRAs, which might have already caused huge losses, consists of casting them off the market?»¹⁴⁸. Insomma, anche ammesso che il meccanismo reputazionale funzioni alla perfezione, è giusto che l'unica preoccupazione che le agenzie abbiano sia quella di essere estromesse dal mercato, quando i danni che le stesse possono cagionare possono essere di proporzioni enormi¹⁴⁹? La domanda

¹⁴⁸ BUSSANI M., *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue* (August 27, 2011), p. 6. An earlier version of this paper was published in *Global Jurist*, Vol. 10, No. 1, *Advances*, p. 1, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1515285>.

¹⁴⁹ E sul punto lo stesso BUSSANI M., *Gli agenti irresponsabili*, in *Limes* 2011, 6, consultabile all'indirizzo http://www.astrid-online.it/dossier--d1/note-e-con/bussani_limes-6_2011.pdf, § 3 rileva: «enfaticamente la perdita di reputazione come meccanismo *per se* idoneo ai fini di deterrenza e sanzione implica: a) disinteressarsi delle vittime dei danni arrecati dalle agenzie; b) impedirsi di valorizzare adeguatamente l'attivazione di strumenti di controllo giuridico decentrato sulle attività delle agenzie, così finendo inevitabilmente per scaricare sullo Stato (e quindi sui contribuenti tutti) il ruolo di salvatore di ultima istanza dalle crisi sistemiche che quegli stessi danni contribuiscono e hanno contribuito a innescare. Il che significa semplicemente autorizzare una diretta e sproporzionata correlazione tra profitti privati e costi pubblici. Ma non è tutto. Come è stato sottolineato, pur se le agenzie di rating “si considerano destinate a vivere per un lungo periodo di tempo (condizione necessaria perché la reputazione agisca da freno contro comportamenti opportunistici e impropri), funzionari e manager delle agenzie di rating possono esserci oggi e sparire domani”. Oltre a ciò, vi è sempre il rischio che ogni smagliatura alla reputazione delle agenzie finisca per essere contrastata e appianata,

appare legittima e la risposta negativa è quella che più convince.

8. L'utilizzo del *rating* a fini regolatori

Nel paragrafo precedente si è visto come il modello reputazionale, che ben descriveva la realtà del *rating* agli albori della comparsa delle agenzie di *rating* del credito, abbia via via perso la propria validità con il ricorso sempre più massiccio al *rating* a fini regolamentari¹⁵⁰. Occorre, perciò, soffermarsi sull'aspetto dell'utilizzo del *rating* a fini regolatori.

Come visto *supra*¹⁵¹, le agenzie di *rating* in origine si sono imposte sul mercato come intermediari

nel discorso pubblico così come nei circuiti professionali, dalle forze interessate a sostenere comunque il buon nome delle Cra. Si potrà trattare dei soggetti mal valutati (perché il *rating* era troppo generoso), o degli altri soggetti sottoposti a valutazione e timorosi che l'adeguatezza del proprio *rating* possa essere messa in discussione dalla caduta di prestigio del valutante; oppure si potrà trattare delle schiere di professionisti che lavorano (o aspirano a lavorare) per l'industria del *rating* e il suo indotto. Insomma, i fattori reputazionali non possono essere considerati, in sé e per sé, come uno scudo effettivo, o pure significativo, né nei riguardi dei potenziali conflitti di interesse, né – soprattutto – nei confronti delle vittime dei danni economici causati dalle stesse agenzie».

¹⁵⁰ In generale, «[c]on “valenza regolamentare” si intende la capacità del *rating* di condizionare (a seconda del posizionamento lungo la scala valutativa utilizzata dall'agenzia) l'ottenimento o meno di un determinato trattamento giuridico per l'entità valutata ovvero, a seconda del caso, l'assoggettamento ad una disciplina di favore» (SACCO GINEVRI A., *Le agenzie di rating*, cit., p. 122, nt. 13).

¹⁵¹ Cfr. capitolo II, §§ 2 e 5.

dell'informazione, «entities that step in to assess product quality when sellers cannot credibly make claims about product quality themselves»¹⁵². Se in origine le valutazioni delle agenzie di *rating* si sono imposte grazie alle proprie forze, in quanto intercettavo le nuove esigenze del mercato, e vi sono rimaste in quanto i loro giudizi erano ritenuti affidabili, col tempo (già a partire dai primi anni '30 del XX secolo) i giudizi delle agenzie di *rating* sono stati ammantati di una veste nuova: una veste regolamentare. I regolatori ed i legislatori – dapprima quelli statunitensi, poi quelli di tutto il mondo – hanno sempre più spesso fatto ricorso ai *rating* inserendoli in diverse normative per disciplinare banche, assicurazioni, intermediari finanziari in genere, etc.

Anche se la situazione sta mutando rapidamente¹⁵³, nel senso di una maggiore responsabilizzazione delle agenzie di *rating* per i danni cagionati dalle proprie inesatte valutazioni e di un progressivo distacco dall'affidamento incondizionato ed acritico al *rating* per la pianificazione delle scelte di investimento e la regolazione dei mercati, quando il fenomeno del rinvio al *rating* da parte dei regolatori in funzione (per così dire) par-legislativa ha esordito si è venuta a creare una situazione del tutto peculiare, che, con il senno di poi, già lasciava presagire i possibili futuri sviluppi negativi¹⁵⁴.

¹⁵² DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 3.

¹⁵³ Cfr. la sezione II del presente capitolo.

¹⁵⁴ Rilevano PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 49-50 che «[q]uesto ruolo di complementarità delle agenzie rispetto al regolatore può portare a due conseguenze potenzialmente pregiudizievoli per il mercato. In primo luogo, l'adozione dei *rating* come parametri regolamentari comporta degli effetti automatici che accentuano le conseguenze di un *downgrade* per gli emittenti soggetti a tale giudizio. Infatti, i titoli degli emittenti che

Da un lato, infatti, i vari legislatori hanno demandato importanti funzioni nell'ambito della vigilanza prudenziale alle valutazioni emesse dalle agenzie di *rating* del credito, assegnando alle stesse un rilievo ben superiore a quello originario, che si esauriva nella sfera dei rapporti privati¹⁵⁵; dall'altro, però, non hanno assoggettato le agenzie di

hanno subito un *downgrade* rischiano di essere oggetto di vendite di massa in quanto il possesso di essi non risulta più conforme agli *standard* prudenziali imposti dalla legge. Ne consegue che il soggetto destinatario del *downgrade* non solo deve scontare il fisiologico inasprimento dei tassi di interesse richiestigli per reperire liquidità sul mercato, ma deve anche subire una consistente perdita di valore dei propri titoli, in quanto la normativa stessa induce gli investitori istituzionali a venderli, non considerandoli più idonei ad essere tenuti in portafoglio se non a condizioni onerose. Accanto a questo problema di aumento dell'effetto prociclico del *rating*, la funzione "quasi regolamentare" ricoperta dalle agenzie può inoltre indurre il mercato a fidarsi troppo ciecamente dei giudizi da esse emessi. Infatti, se i *rating* godono di un esplicito riconoscimento legislativo, difficilmente verranno messi in discussione dagli investitori, i quali saranno al contrario portati ad accettarli acriticamente ogni volta che siano chiamati ad effettuare scelte di investimento ponderate e razionali (c.d. fenomeno della *over-reliance on credit rating*)».

¹⁵⁵ ENRIQUES L. e GARGANTINI M., *op. cit.*, p. 475 parlano di "abdicazione regolamentare"; PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 493 parla di "una vera e propria opera di *outsourcing* normativo"; PIANESI L., *op. cit.*, parla di privatizzazione di funzioni pubbliche o pubblicizzazione di funzioni private; PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., p. 72 parla di "delega regolamentare in bianco", in quanto «erano le agenzie di *rating* a decidere, nella più totale e opaca discrezionalità, la nozione di *investment grade*, a stabilire la metodologia per accertare se una determinata emissione integrasse o no tale nozione, a condurre infine l'esame concreto delle singole emissioni sulla base delle loro procedure».

rating a particolari controlli, né hanno previsto sanzioni specifiche a carico delle stesse per il caso in cui le loro valutazioni si fossero rivelate *ex post* inesatte, cagionando gravi danni ai singoli (investitori ed emittenti) in particolare ed al mercato in generale. Si aggiungano anche le elevate barriere all'ingresso al mercato del *rating* (in particolare negli Stati Uniti, con la creazione della categoria delle NRSRO), che hanno permesso a poche agenzie di agire e prosperare senza temere la concorrenza di *competitors* più diligenti ed affidabili. Insomma, le agenzie si sono viste assegnare un grande potere, ma nessuna responsabilità: «legislators have released the fox into the henhouse – then closed the door»¹⁵⁶.

L'attribuzione di valore regolamentare ai *rating* del credito ha (se non in tutto, almeno in parte) mutato la funzione del *rating* (e così delle agenzie che lo rilasciano), che da valutazione contenente un'informazione sul merito di credito del soggetto valutato si è (parzialmente) modificato in biglietto di accesso al godimento di un particolare trattamento normativo: insomma, «le agenzie si trasformano da soggetto che vende un giudizio che incorpora un valore informativo in soggetti che vendono una *regulatory licence*», ossia una disciplina normativa¹⁵⁷.

Ma quali sono gli albori di questa metamorfosi del *rating*?

L'approccio regolamentare, che fa ricorso alla tecnica normativa di incorporare il *rating* nella regolamentazione, è nato negli Stati Uniti d'America già a partire dai primi anni Trenta del secolo scorso (ossia dopo poco più di due decenni di vita della prima agenzia di *rating*, Moody's), in conseguenza della spaventosa crisi economico-finanziaria

¹⁵⁶ KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 30 e 37.

¹⁵⁷ AMMANNATI L., *op. cit.*, p. 10.

del 1929¹⁵⁸. La crisi portò con sé un rilevante cambiamento nel mondo del *rating*: le autorità di regolamentazione cominciarono, infatti, a rivolgersi alle agenzie di *rating*, demandando alle loro valutazioni il compito di misurare la qualità di determinati strumenti¹⁵⁹, al fine di stabilire il valore del portafoglio di particolari investitori, quali banche e compagnie di assicurazioni, ed i requisiti di capitale delle banche.

A partire dal 1931 e sino agli anni Novanta del secolo scorso, negli Stati Uniti sono state emanate numerose normative che incoraggiano o addirittura impongono a

¹⁵⁸ Cfr. AMMANNATI L., *op. cit.*, p. 8, nt. 18: «È interessante ricordare quello che rappresenta sicuramente il primo caso in questo ambito. All'indomani della crisi del 1929 e per ridurre l'elevato rischio di credito che caratterizzava gli intermediari finanziari americani, l'*Office of the Comptroller of the Currency* elaborò nuove regole per le banche. Gli istituti di credito potevano contabilizzare al loro valore di acquisto solo i bond che avessero ricevuto da almeno un'agenzia un rating BBB o superiore, disponendo che i bond valutati al di sotto di tale soglia dovessero essere iscritti a bilancio secondo il loro valore di mercato e che il 50% delle perdite realizzate dovesse essere accantonato a garanzia del capitale. Nel 1936, mentre la crisi continuava ad affliggere il mercato americano, lo stesso *Office* e la *Federal Reserve* inasprirono le restrizioni regolamentari, con un provvedimento che imponeva alle banche di detenere unicamente titoli ai quali fosse stato attribuito da almeno due agenzie un rating almeno pari a BBB. Tale regola ebbe un impatto cruciale sui mercati, in quanto circa metà dei *bond* all'epoca negoziati non erano in grado di soddisfare tale requisito e di conseguenza videro la propria negoziabilità fortemente compromessa. Questo intervento costituì la prima dimostrazione dell'enorme potere che la regolazione era in grado di attribuire alle agenzie di rating, quando elevava i loro giudizi al rango di parametri con i quali disciplinare il mercato. Già all'epoca vennero sollevate non poche critiche».

¹⁵⁹ DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 3.

diverse tipologie di investitori istituzionali (quali banche, società fiduciarie, fondi pensione, compagnie di assicurazione, *money market funds*, etc.) di privilegiare titoli con *rating investment grade* rispetto a quelli con *rating* più basso oppure senza *rating* ^(not rated)¹⁶⁰. Alcune categorie di investitori sono tenuti ad investire una parte o l'intero loro patrimonio in titoli con *rating investment grade*; altri sono soggetti a minori obblighi di riserva di capitale (*lower capital reserve requirements*) se i loro portafogli sono costituiti da strumenti con *rating investment grade*¹⁶¹.

L'introduzione, da parte della SEC, della categoria delle NRSRO a metà degli anni '70 ha ulteriormente incoraggiato i regolatori ad aumentare la loro dipendenza dal *rating*; e così, a partire dagli anni Settanta, le autorità di regolamentazione hanno notevolmente ampliato l'uso dei *rating* nella regolamentazione dei mercati finanziari¹⁶². In tal modo «si è creata una domanda artificiale del servizio di *rating*, si sono amplificati gli effetti delle imperfezioni che lo caratterizzano, si sono poste le premesse, con la (in parte conseguente) regolamentazione delle agenzie di *rating*, per l'innalzamento di barriere all'entrata su questo mercato e si è accresciuto lo scarto tra

¹⁶⁰ HILL C.A., *op. cit.*, p. 53.

¹⁶¹ HILL C.A., *op. cit.*, p. 53.

¹⁶² DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 4, che proseguono: «As a result, financial markets regulators effectively mandated that institutions of all types pay heed to NRSRO ratings as a necessary step for regulatory compliance. Some rules required that certain investors could only buy bonds with high ratings. Other rules reduced capital requirements for institutions that purchased highly rated bonds. Without high ratings, bond issuers could not access certain markets because they did not have a “license” from the NRSROs to comply with NRSRO-dependent regulations».

l'utilità effettiva e l'utilità percepita dei rating dagli investitori»¹⁶³.

Brevemente, tra i rimandi più significativi al *rating* del credito a fini regolamentari si possono ricordare quello contenuto nel *Nuovo Accordo sui requisiti minimi di capitale firmato a Basilea* (meglio noto come Basilea 2), che detta la disciplina prudenziale sul capitale delle banche¹⁶⁴; le linee guida del CESR in materia di fondi

¹⁶³ ENRIQUES L. e GARGANTINI M., *op. cit.*, p. 475

¹⁶⁴ L'Accordo di Basilea 2 poggia su tre pilastri fondamentali: i) requisiti patrimoniali minimi; ii) processo di controllo prudenziale; iii) disciplina di mercato. I requisiti minimi patrimoniali (primo pilastro) devono coprire le perdite inattese dovute a tre tipologie di rischi: a) rischio di credito; b) rischio di mercato; c) rischio operativo. Si tratta dei tre maggiori rischi connessi all'attività bancaria; l'Accordo indica quali *standards* le banche debbono rispettare al fine di minimizzare siffatti rischi. Ed è proprio con riferimento al primo (*i.e.* rischio di credito) che vengono in rilievo le valutazioni delle agenzie di *rating*, in quanto «i rating sono impiegati nella quantificazione della copertura, in termini di fondi propri, richiesta a fronte dell'esposizione al rischio di credito» (ENRIQUES L. e GARGANTINI M., *op. cit.*, p. 476). Con l'accordo di Basilea 2 il *rating*, che già ha un ruolo cardine nello sviluppo dei mercati finanziari, viene anche ad assumere un ruolo fondamentale nella determinazione del patrimonio di vigilanza delle banche: maggiore è il *rating*, minore è l'accantonamento richiesto, e viceversa. Il testo dell'Accordo nella versione italiana si può leggere all'indirizzo <http://www.bis.org/publ/bcbs107ita.pdf>; nella versione inglese all'indirizzo <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf>. A livello europeo, l'accordo di Basilea 2 è stato recepito dalla Commissione europea con le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, che hanno sollecitato gli Stati membri ad approvare la regolamentazione nazionale di recepimento della nuova normativa. L'Accordo, di per sé limitato alle banche attive a livello internazionale, è stato esteso anche agli enti che operano su base nazionale dalle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE,

monetari¹⁶⁵; l'art. 2, comma 4 della l. 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione dei crediti; l'art. 100 *bis*, comma 4 T.U.F.; e molti altri ancora¹⁶⁶.

In tempi recenti si sta, tuttavia, assistendo ad una inversione di tendenza. Il legislatore statunitense¹⁶⁷, prima, ed il legislatore europeo¹⁶⁸, poi¹⁶⁹, hanno, difatti, emanato una serie di norme volte a limitare o ad eliminare l'utilizzo dei *rating* a fini regolamentari.

successivamente modificate dalle direttive 2009/111/CE (CRD 2) e 2010/76/CE (CRD 3).

A seguito della recente crisi finanziaria del 2007-2008, che ha visto coinvolti importanti istituti di credito, anche a seguito delle critiche mossegli, l'accordo di Basilea 2 è stato rivisto al fine di affrontare le nuove criticità emerse; è stata così emanata una nuova versione dell'accordo, che prende il nome di Basilea 3, che mira a ridurre il ricorso ai *rating* esterni (COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, Dicembre 2010 (aggiornamento al giugno 2011), disponibile all'indirizzo http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf). Le nuove regole dettate da Basilea 3 sono state recepite dal legislatore europeo attraverso l'emanazione di due provvedimenti: 1) il Regolamento UE n. 575/2013 e 2) la Direttiva 2013/36/UE (CRD 4). Tali nuovi provvedimenti costituiscono il quadro normativo di riferimento nell'Unione europea per banche e imprese di investimento (SIM) dal 1° gennaio 2014.

¹⁶⁵ CESR, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 May 2010, disponibile all'indirizzo http://www.esma.europa.eu/system/files/10_049.pdf.

¹⁶⁶ Per ulteriori riferimenti v. DRIGO F., *op. cit.*, pp. 494 s.; p. 511, nt. 55.

¹⁶⁷ Cfr. sezione II, § 3.

¹⁶⁸ Cfr. sezione II, § 4.

¹⁶⁹ Un elenco di strumenti che possono essere utilizzati in via alternativa al *rating* si trova in DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 19.

9. Efficienza informativa dei *rating* ed impatto delle revisioni dei *rating* (*rating actions*) sui prezzi dei titoli

Come si è visto nel paragrafo precedente, parte della letteratura lamenta il fatto che attualmente i *rating* abbiano più un valore regolamentare che non un vero e proprio valore informativo, in tal modo tradendo quello che era lo scopo originario per cui tali giudizi sono nati, ossia colmare le asimmetrie informative esistenti tra i due lati del mercato (gli emittenti, da un lato, e gli investitori, dall'altro). Appare allora lecito domandarsi se e quale valore informativo abbiano oggi i giudizi di *rating*¹⁷⁰.

Il dibattito sul tema ha interessato sia la letteratura straniera che quella italiana; ma, nonostante gli sforzi profusi, la questione rimane aperta.

Da un lato, si pongono coloro che sostengono che i *rating* del credito abbiano uno scarso o nullo contenuto informativo, non essendo gli stessi capaci di fornire informazioni addizionali rispetto a quelle già disponibili sul mercato: i *rating* verrebbero richiesti ed acquistati soltanto in virtù del loro valore regolamentare, sicché il loro limitato valore informativo passerebbe in secondo piano.

Dall'altro lato, si pongono coloro che affermano che, nonostante la valenza regolamentare attribuita da legislatori e regolatori ai *rating*, gli stessi continuano a rimanere un importante veicolo di informazioni al mercato.

La prima delle suindicate impostazioni è sostenuta e strenuamente difesa soprattutto da Partnoy, secondo il

¹⁷⁰ Per ulteriori approfondimenti ed indicazioni sul contenuto informativo del *rating* si rinvia a FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., 2009, pp. 80 ss..

quale la funzione principale dei *rating* sarebbe quella di fornire un trattamento normativo favorevole, non avendo gli stessi praticamente alcun contenuto informativo poiché altro non farebbero che riflettere l'informazione già pubblicamente disponibile sui mercati finanziari¹⁷¹.

Tra coloro che non condividono appieno la visione di Partnoy vi è Hill. Secondo Hill, infatti, pur essendo vero che il trattamento normativo favorevole costituisce un indubbio vantaggio per le agenzie di *rating*, tuttavia esso da solo non spiegherebbe l'importanza che queste ultime hanno assunto nel corso del tempo: «While favorable regulatory treatment is clearly an important part of the value of obtaining ratings, ratings must be doing more»¹⁷². Hill nota come la regola di richiedere due *rating* (*two rating norm*) sia sovente seguita anche quando la regolamentazione ne ritiene sufficiente uno soltanto: «If companies were mainly buying the regulatory treatment – that is, the ability to sell their debt instruments to investors required or encouraged to buy NRSRO-rated investment-grade debt – they would not pay much more than was

¹⁷¹ PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit.. L'A. conclude con queste parole: «the rating agencies have thrived, profited, and become exceedingly powerful by selling regulatory licenses, the right to be in compliance with various rules and regulations. With respect to credit ratings at least, it seems that it is money rather than character that has led to success» (p. 81).

¹⁷² HILL C.A., *op. cit.*, p. 66. Ma con una possibile eccezione: «There is one significant exception to this statement: a structured finance deal structured for a particular investor who is studying the deal closely. The investor may not need any information about the deal, and may not even be subject to guidelines that require him to buy highly rated instruments; he may just be buying the favorable regulatory treatment. In such cases, just one rating may be obtained, and perhaps a Fitch rating rather than a Moody's or S & P rating» (p. 66, nt. 114).

necessary to obtain that treatment»¹⁷³. Inoltre, nell'ottica di Partnoy, risulta difficile spiegare l'evidenza empirica per cui i mercati reagiscono in modo diverso ad un titolo con due *rating* anziché con uno soltanto, e reagiscono in modo più favorevole ai prodotti con *rating* rilasciato dalle due agenzie Moody's e Standard&Poor's rispetto ai prodotti con *rating* rilasciato da Fitch e da un'altra agenzia¹⁷⁴.

Altro argomento portato da Hill a sostegno della propria tesi, secondo cui il trattamento normativo favorevole non sarebbe il motivo principale per cui gli emittenti richiedono l'emissione di *rating*, è che gli emittenti commissionano le valutazioni delle agenzie anche quando si aspettano che il giudizio che otterranno sarà inferiore al livello *investment grade* (e, si ricorda, il regime regolatorio favorevole riguarda soltanto le emissioni che ottengano un *rating* di livello *investment grade*); perciò «[i]f the regulatory treatment were the main benefit ratings offered, obtaining a below-investment grade rating would be almost a complete waste of money»^{175 176}. Secondo Hill «[t]he ability to sell bonds to investors subject to the NRSRO-favoring regulatory regime thus can't be all – or, I would argue, even most – of the value of ratings. Rather, markets also value ratings for the information the ratings provide»¹⁷⁷. La conclusione cui perviene l'A. è lapidaria: «Partnoy can't be right: rating agencies must be doing something other than giving favored regulatory treatment. But what else *are* they doing? I argue above that they are doing precisely what

¹⁷³ HILL C.A., *op. cit.*, p. 67.

¹⁷⁴ HILL C.A., *op. cit.*, p. 67.

¹⁷⁵ HILL C.A., *op. cit.*, pp. 67-68.

¹⁷⁶ HILL C.A., *op. cit.*, p. 67.

¹⁷⁷ HILL C.A., *op. cit.*, p. 68.

they claim they are doing: providing information»¹⁷⁸. Insomma, afferma Hill, se ci si domanda che cosa le agenzie di *rating* stiano facendo la risposta è: il loro lavoro.

La questione ha interessato anche la letteratura italiana, che ha prodotto sul tema dell'efficienza informativa dei *rating* alcuni studi.

In uno studio pubblicato nel 2004 Linciano si sofferma ad indagare intorno alla questione della capacità dei *rating* di fornire informazioni addizionali rispetto a quelle già disponibili sul mercato¹⁷⁹. L'A. rileva come studi effettuati nel corso degli anni, relativi soprattutto al mercato statunitense e, solo più recentemente, ad alcuni Paesi europei, abbiano posto in luce come in media i declassamenti sembrino incidere in maniera significativa sul corso dei titoli, avendo un impatto statisticamente rilevante sui prezzi, mentre per le variazioni al rialzo non si registra alcun effetto in nessun caso; appare, inoltre, significativa la motivazione della variazione al ribasso, in quanto viene rilevato che il mercato reagisce solo ai

¹⁷⁸ HILL C.A., *op. cit.*, p. 72.

¹⁷⁹ LINCIANO N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca impresa società* 2004, 2, p. 291: «Le ipotesi di fondo sono (...) le seguenti: se il rating ha un contenuto informativo innovativo rispetto alle informazioni pubblicamente disponibili, allora la correlazione tra i rendimenti di mercato delle obbligazioni societarie e i relativi rating deve essere significativa; inoltre, se il rating è efficiente, le revisioni del giudizio devono avere un impatto significativo sui prezzi di mercato. D'altro canto, se il rating è basato, come ritiene un filone della letteratura, soprattutto su informazioni pubbliche e se i relativi aggiornamenti giungono con ritardo, allora gli interventi delle agenzie non dovrebbero produrre alcun effetto sui prezzi se il mercato è efficiente in forma semi-forte».

declassamenti dovuti a variazioni delle prospettive reddituali e/o finanziarie dell'entità valutata, mentre nessuna reazione viene rilevata nel caso di *downgrade* motivati da variazioni nel livello di indebitamento¹⁸⁰ e da variazioni non riconducibili a nessuna delle predette motivazioni; l'effetto, inoltre, risulta più marcato nel caso di revisioni relative a società capogruppo rispetto a quelle relative a società controllate¹⁸¹. L'A. afferma allora che «[s]ebbene l'evidenza empirica non sia conclusiva, ci sono (...) elementi per ritenere che il rating abbia un contenuto informativo innovativo per il mercato, anche se in talune circostanze le revisioni possono non essere tempestive. Tra le ragioni alla base del ritardo, si annovera l'attitudine delle agenzie a rinviare interventi che potrebbero far precipitare situazioni di dissesto solo temporaneo in uno stato di crisi definitivo»¹⁸².

L'A. si sofferma poi ad analizzare l'efficienza informativa dei *rating* sul mercato italiano. La sua analisi si concentra, in particolare, sulla capacità del *rating* di riflettere tempestivamente eventi nuovi che si riflettono sul merito di credito dell'emittente, e sull'impatto delle

¹⁸⁰ LINCiano N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating*, cit., pp. 292 -293: «La motivazione sembra dunque essere rilevante; si osservi, comunque, che gli annunci relativi a variazioni nel livello di indebitamento attengono generalmente a notizie già note al pubblico (ad esempio, fusioni e acquisizioni finanziate con debito): sorge quindi il dubbio che la reazione del mercato sia dovuta soprattutto all'assenza di notizie relative allo specifico evento piuttosto che al *rating action*».

¹⁸¹ LINCiano N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating*, cit., pp. 292 ss., la quale richiama i risultati delle analisi svolte sino a quel momento dalla letteratura.

¹⁸² LINCiano N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating*, cit., pp. 294-295.

revisioni dei *rating* (*rating actions*) sui prezzi dei titoli azionari delle società alle quali il *rating* è riferito¹⁸³.

L'analisi empirica relativa all'impatto del *rating* sul mercato italiano conduce l'A. ad affermare che gli interventi delle agenzie di *rating* hanno, in generale, un limitato contenuto informativo, anche se non si può escludere che con riferimento a talune *rating actions* (in particolare, declassamenti e *watch* negativi) il *rating* abbia un contenuto segnaletico¹⁸⁴.

¹⁸³ In particolare, «le ipotesi che si è inteso verificare con riferimento alle reazioni dei prezzi dei titoli azionari italiani a revisioni del rating sono (...) le seguenti: 1) l'esistenza di una differenza significativa tra la reazione dei prezzi conseguente a un upgrade e la reazione dei prezzi conseguente a un downgrade; 2) l'esistenza di una differenza significativa tra la reazione dei prezzi alle revisioni di rating anticipate, ossia precedute da un inserimento nella lista di sorveglianza o da un outlook concordanti, rispetto alla reazione a revisioni non anticipate; 3) la rilevanza della circostanza in virtù della quale la revisione si riferisce a un evento già noto al mercato (cosiddetto *rating action* "contaminato"); 4) la rilevanza della natura (finanziaria o meno) dell'emittente; 5) la rilevanza del motivo della revisione» (LINCiano N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating*, cit., pp. 296-297).

¹⁸⁴ Cfr. LINCiano N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating*, cit., p. 305: «I risultati dell'analisi empirica sembrerebbero fornire sostegno alla tesi più accreditata in letteratura in base alla quale gli interventi delle agenzie hanno, generalmente, un valore informativo modesto per il mercato. In particolare, l'impatto dei *rating actions* sui prezzi dei titoli azionari è in media contenuto e statisticamente significativo solo per i downgrade e i *watch* negativi. Inoltre, l'effetto sui prezzi delle revisioni è maggiore nel caso in cui esse siano state precedute da *watch* ovvero dalla pubblicazione della notizia che ha determinato l'intervento delle agenzie. Il motivo della revisione sembra rilevare solo nell'ambito dei declassamenti: in particolare,

Un altro studio condotto dalla letteratura italiana in anni non lontani¹⁸⁵ si è concentrato sulla verifica della

solo i downgrade che fanno seguito a operazioni di fusione e/o acquisizione si connotano per un impatto significativo. È opportuno sottolineare, comunque, che l'evidenza di un contenuto informativo basso o nullo non è generalizzata: l'inserimento nelle liste di sorveglianza (soprattutto se con implicazioni negative) sembrerebbe essere associato a un effetto sui prezzi maggiore di quello ascrivibile ai cambiamenti effettivi del giudizio. Non si può trascurare, inoltre, il fatto che le revisioni sono precedute nella maggior parte dei casi dalla divulgazione della notizia relativa all'evento che ha motivato l'intervento delle agenzie: risulta quindi difficile isolare l'effetto sui prezzi dovuto alla revisione da quello dovuto all'annuncio dell'evento societario. La contenuta tempestività del rating potrebbe, inoltre, essere spiegata anche alla luce del fatto che l'orizzonte temporale rispetto al quale le agenzie di rating valutano la probabilità di insolvenza di un emittente è più lungo di quello incorporato nei prezzi azionari. Questi ultimi, infatti riflettono gli scambi posti in essere da operatori che mirano a conseguire un profitto di breve termine e sono più reattivi e volatili dei giudizi delle agenzie, che viceversa discendono da un orizzonte di valutazione di medio/lungo termine».

¹⁸⁵ DALLOCCHIO M. e SALVI A., *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?*, in *Economia & management* 2006, 4, pp. 79 ss.. Gli A., prima di procedere alla verifica empirica, fanno una breve rassegna della letteratura che si è soffermata sul contenuto informativo degli annunci di *rating* (pp. 82-83), rassegna dalla quale emerge che esistono in materia due filoni principali di studi: i) secondo un primo filone, i giudizi di *rating* hanno un valore informativo, in quanto convogliano al mercato informazioni “a valore aggiunto”, ovvero informazioni non pubblicamente disponibili; ciò sarebbe dimostrato dal fatto che le modifiche del *rating* producono un impatto significativo sui prezzi delle attività finanziarie (tale impatto risulta più marcato in occasione di declassamenti – *downgrade* e *watch* negativi –, mentre gli *upgrade* non sono generalmente seguiti da reazioni significative dei prezzi); ii) secondo un altro filone, al contrario, le

capacità dei giudizi di *rating* di convogliare informazioni *price sensitive*. Prendendo come campione di analisi gli annunci di *rating* riferiti alle singole emissioni (*issue rating*) rilasciati da Standard&Poor's nei confronti di società *non financial* di dodici Paesi europei tra il 1° gennaio 1990 ed il 31 ottobre 2004 relativamente a quattro diverse ipotesi di indagine, gli A. sono giunti alla conclusione che le agenzie di *rating* forniscono, nel complesso, informazioni utili ai mercati finanziari, in quanto dalla verifica empirica effettuata è emerso che «[g]li eventi di *rating* determinano (...) un impatto significativo sui prezzi azionari e obbligazionari»¹⁸⁶.

Il risultato della ricerca che, ai fini del presente lavoro, risulta più interessante è che i *watch* (positivi o negativi) risultano avere un impatto sui prezzi degli strumenti finanziari (talvolta persino maggiore degli *upgrade* o dei *downgrade* veri e propri); i *watch* producono, inoltre, effetti sul mercato anche nel caso in cui successivamente il giudizio di *rating* sia confermato e resti, perciò, stabile

revisioni dei giudizi emessi dalle agenzie di *rating* non producono alcun effetto significativo sui prezzi, e ciò sarebbe dovuto al fatto che il *rating* sarebbe fondato su informazioni pubblicamente disponibili agli investitori, con la conseguenza che il mercato assimila tali informazioni anticipando gli aggiornamenti delle agenzie di *rating*.

¹⁸⁶ DALLOCCHIO M. e SALVI A., *op. cit.*, p. 92. In particolare, «[l]a sensibilità del mercato è massima per gli eventi in grado di peggiorare il *rating* aziendale (*watch* negativi e declassamenti), mentre è invece molto contenuta in generale per le notizie aventi un'influenza positiva sul *rating*. In altre parole, sembra che il valore informativo delle "brutte notizie" sia molto maggiore di quello delle "belle notizie"» (*ibidem*).

(*rating affirmed*)¹⁸⁷. Ciò sembrerebbe dimostrare che, al di là del “cappotto” regolamentare che è stato cucito intorno ai giudizi di *rating*, che garantisce alle agenzie un certo introito (una sorta di “rendita regolamentare”), i *rating* mantengono (o così sono percepiti) pur sempre un certo valore informativo, poiché l’inserimento nella *watch list* (lista di sorveglianza) costituisce semplicemente un monito agli investitori a prestare attenzione che il *rating* di un determinato strumento potrebbe subire modificazioni (in senso migliorativo o peggiorativo), monito che, come tale, è inidoneo a facoltizzare gli o a proibire agli investitori istituzionali di investire in determinati strumenti finanziari.

Altro risultato che conforta l’affermazione di un persistente valore informativo dei *rating* è quello per cui i giudizi di *rating* possono generare reazioni differenziate dei prezzi a seconda delle motivazioni fornite dall’agenzia¹⁸⁸: ove le modificazioni dei *rating* siano motivate sulla base di informazioni pubblicamente disponibili (quali informazioni di natura contabile o *performance* passate dell’impresa, da cui si può ricavare il miglioramento/peggioramento del profilo reddituale, finanziario e/o di *business* dell’impresa), e perciò già incorporate nei prezzi, l’impatto sul mercato sarà contenuto; al contrario, ove le *rating actions* siano motivate da prospettive aziendali e da opinioni proprie delle agenzie di *rating*, che veicolano informazioni non pubblicamente disponibili, conosciute dalle agenzie in virtù del fatto che le stesse dispongono di un accesso

¹⁸⁷ Tali effetti sono diversi a seconda della tipologia di *watch* (positivo o negativo) in cui l’azienda è inserita: cfr. DALLOCCHIO M. e SALVI A., *op. cit.*, p. 88.

¹⁸⁸ DALLOCCHIO M. e SALVI A., *op. cit.*, pp. 90 s..

privilegiato alle informazioni riservate degli emittenti, l'impatto sul mercato sarà significativo¹⁸⁹.

Va, infine, rilevato come, al di là dell'effettivo valore informativo dei *rating* del credito, gli stessi siano generalmente percepiti dal pubblico degli investitori (in particolar modo degli investitori *retail*, ossia investitori non professionali con scarsa conoscenza dei complessi meccanismi che regolano i mercati finanziari) come indicatori dell'affidabilità creditizia dell'entità oggetto del giudizio¹⁹⁰.

10. La proposta di creazione di un'agenzia di *rating* pubblica

Come si ricorderà, le agenzie di *rating* del credito (nonostante il termine "agenzie" possa fuorviare il pensiero) sono, ad oggi, soggetti di diritto privato, imprenditori privati che, nello svolgimento della propria attività, perseguono fini di lucro.

Considerate le problematiche che interessano l'industria del *rating*, tra le quali vanno ricordati i numerosi conflitti di interessi ai quali le agenzie di *rating* sono potenzialmente esposte, gli studiosi e, in tempi più

¹⁸⁹ In realtà gli A. operano diversi distinguo, per cui si rimanda a DALLOCCHIO M. e SALVI A., *op. cit.*, pp. 90 ss..

¹⁹⁰ Cfr. CARRIERO G., *Brevi note sulle agenzie di rating*, in *Foro it.* 2012, 2, V, p. 51: «l'evidenza empirica e i più recenti studi di psicologia comportamentale testimoniano come il rating di fatto rappresenti per l'investitore un'informazione market sensitive, costituendo – segnatamente in ragione dell'affidamento sotteso alla devoluzione legislativa di funzioni di interesse generale – un vero e proprio indicatore (se non l'unico, certo tra i più rilevanti) ai fini dell'adozione delle scelte d'investimento».

recenti, anche i legislatori si sono interrogati se, tra i vari rimedi possibili ed auspicabili, vi sia anche quello di far emettere i *rating* del credito a soggetti di diritto pubblico, attraverso la creazione di vere e proprie agenzie di *rating* pubbliche.

Diversi sono i vantaggi che i sostenitori della tesi favorevole ad attribuire il compito di emettere giudizi di *rating* ad un'autorità pubblica anziché a delle società private hanno individuato. Tra questi, si possono ricordare¹⁹¹: i) innanzitutto, la possibilità per i soggetti pubblici di stabilire direttamente i criteri determinanti ai fini dell'attribuzione del *rating* del credito (compito che, dunque, non sarebbe più esternalizzato a soggetti di diritto privato, il cui obiettivo è la massimizzazione dei propri profitti, ma verrebbe demandato a soggetti di diritto pubblico che perseguono fini di interesse sociale e tutela collettiva); ii) in secondo luogo, appare più ragionevole che sia un'autorità pubblica, anziché un soggetto privato, a godere di quello che viene definito «*regulatory rent*»; inoltre, privando le agenzie di *rating* private dei benefici che ad esse derivano dal fatto che l'utilizzo dei giudizi di *rating* è in molti casi richiesto a fini regolamentari, le stesse sarebbero indotte a concentrarsi maggiormente sul contenuto informativo dei *rating* emessi, migliorandone la qualità¹⁹².

Varie sono le proposte che sono state avanzate: accanto a chi suggerisce, genericamente, l'istituzione di

¹⁹¹ JEON D.S. e LOVO S., *op. cit.*, p. 8.

¹⁹² Gli A. avanzano però la seguente possibile obiezione: «On the other hand, it is unclear whether the net social cost related to setting up a PCI, which would be needed to build up credibility and reputation, would be inferior to the social cost related to using already established CRAs» (JEON D.S. e LOVO S., *op. cit.*, p. 8).

una *Public Certification Institution* (PCI)¹⁹³, deputata ad emettere giudizi di *rating*, vi è chi, partendo sempre dall'idea di una agenzia di *rating* pubblica, articola la sua proposta in specifiche direzioni. I progetti sono invero ambiziosi.

Una prima opzione proposta a livello europeo è quella di demandare l'attività di emissione del *rating* ad un organismo pubblico europeo. Potrebbe trattarsi di un'istituzione già esistente (ad esempio, è stata avanzata l'ipotesi di far emettere i *rating* del credito alla Banca Centrale Europea, anche se limitatamente all'assegnazione del *rating* al debito pubblico dei Paesi membri e con il rischio di mettere in pericolo l'indipendenza dell'istituto monetario, che diverrebbe potenziale vittima di pressioni politiche¹⁹⁴), oppure di una nuova istituzione europea creata *ad hoc*, una vera e propria agenzia europea di *rating* del credito¹⁹⁵.

Altra parte della dottrina propone, invece, di istituire, «anziché ad una agenzia europea di *rating* del credito (costosa, ingombrante e poco credibile)», una «agenzia europea di *rating* dei *rating* del credito»¹⁹⁶. Non si

¹⁹³ JEON D.S. e LOVO S., *op. cit.*.

¹⁹⁴ ROMANO B., *I rating? Potrebbe assegnarli la Bce*, in *Il Sole 24Ore* del 4 marzo 2010, p. 10.

¹⁹⁵ La proposta di creare un'agenzia di *rating* europea è stata sostenuta anche dalla Cancelliera tedesca Angela Merkel, che, a fronte del fallimento del modello anglosassone, ha indicato la necessità per l'Europa di avere una propria agenzia di *rating* (*Agenzie di rating, l'Ue annuncia nuove regole*, in *Il Sole 24 Ore* del 16 giugno 2008, disponibile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/06/agenzie-rating-riforma-ue.shtml?uuid=7a3f15a8-3b7d-11dd-ac5b-00000e251029&DocRulesView=Libero>).

¹⁹⁶ GASPARINI CASARI V., *op. cit.*, pp. 657.

tratterebbe, quindi, di creare, accanto alle agenzie tradizionalmente intese, una nuova agenzia di *rating* del credito di stampo pubblicistico che emetta proprie valutazioni sul merito creditizio delle entità valutate, ma una nuova tipologia di agenzia di *rating*, che si distingue rispetto a quelle attuali non soltanto per la sua natura (pubblica, anziché privata), ma anche per l'oggetto delle proprie valutazioni: non più il merito di credito di emittenti ed emissioni, ma i *rating* emessi dalle agenzie di *rating* del credito. L'agenzia europea di *rating* dei *rating* del credito si configurerebbe dunque come «una sorta di osservatorio permanente dei *rating*, ma anche dei comportamenti e delle attività delle agenzie (eventualmente non solo di quelle registrate o certificate a livello europeo), con il compito di valutarne la qualità (e magari anche gli effetti), secondo parametri o “indicatori” prestabiliti (ed ovviamente appropriati all'oggetto ed alla finalità della valutazione) e di esprimere, quindi, un giudizio sintetico su di essi, secondo una scala di valori analoga a quella dei *rating* del credito. In altri termini, si tratterebbe, in sostanza, di un istituto preposto ad una funzione di metavalutazione (intesa qui come eterovalutazione) dei *rating* e delle stesse agenzie»¹⁹⁷. Questa proposta trova fondamento nell'idea della «opportunità (o la necessità) di un organismo che svolga, nei confronti delle agenzie di *rating*, la stessa funzione che queste svolgevano, a favore degli investitori, nei confronti delle imprese e delle istituzioni di cui erano chiamate a valutare il merito di credito. Questo nuovo organismo, infatti, non farebbe altro che valutare il merito di credito (se così si può dire) della affidabilità delle agenzie e dei loro prodotti (i *rating*), allo scopo di fornire agli investitori una fonte obiettiva e

¹⁹⁷ GASPARINI CASARI V., *op. cit.*, pp. 657-658.

qualificata professionalmente (e soprattutto di facile fruibilità) di notizie e valutazioni (anche comparative) circa il loro operato (e però anche di dare credibilità alle agenzie che veramente la meritano)»¹⁹⁸. Questa tesi richiama alla mente l'antica questione *qui custodiet ipsos custodes*, chi controlla i controllori, e la risposta che viene offerta è: un nuovo controllore, che controlla l'attività dei controllori-controllati. Volendo essere pignoli, la risposta alla domanda ripropone la medesima domanda: *qui custodiet ipsos custodes?* Chi controlla il controllore dei controllori?

Altre proposte sono di respiro ancora più ampio. In letteratura vi è, ad esempio, chi propone di istituire un'agenzia di *rating* del credito (non soltanto europea, ma addirittura) mondiale, che agirebbe sotto l'ombrello del diritto pubblico internazionale; in particolare, l'attività di *rating* del merito creditizio dovrebbe essere demandata ad istituzioni internazionali, quale, ad esempio, il Fondo Monetario Internazionale, che dovrebbe istituire all'uopo un'agenzia internazionale pubblica di *rating* del credito (*International Public Rating Agency*, o IPRA)¹⁹⁹.

¹⁹⁸ GASPARINI CASARI V., *op. cit.*, p. 659.

¹⁹⁹ BUSSANI M., *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue*, cit., p. 11. L'A. non manca tuttavia di sottolineare i possibili limiti di una *International Public Rating Agency*: «In principle, however, this solution would draw a straight connecting line between the rating activity and the political accountability of all the actors involved, i.e. the IPRA, the Board, and the governments and institutions funding, and participating into them. The potentially murky side of this stance, by contrast, is that nobody can exclude that, in the shadow line running between IPRA, its controllers and public issuers, a host of (in) direct pressures, conflicts of interest, and compromises end up undermining quality, reliability, and transparency of the ratings,

Altra soluzione di respiro globale (proposta sempre dal medesimo A.) è quella di istituire una giurisdizione globale sull'operato delle agenzie di *rating*, che superi le singole e particolari giurisdizioni nazionali²⁰⁰. Si tratterebbe, in particolare, di istituire una «global jurisdiction, applying the same substantive and procedural law, with decentralized (National and/or regional) *ad hoc* courts», con la creazione di un'unica Corte Suprema²⁰¹, alla quale poter appellare le decisioni delle corti locali (scelte in base al domicilio dell'attore). La proposta è, dunque, quella di dare vita ad un *judiciary network* globale, che dovrebbe poter decidere sia se inibire o sospendere l'esercizio dell'attività alle agenzie di *rating*, sia se accordare eventuali risarcimenti alle vittime per le perdite economiche subite a causa della violazione, da parte delle agenzie, di obblighi predeterminati posti a loro carico.

Sempre in un'ottica di ampio respiro, in letteratura è stata recentemente avanzata la proposta di creare una istituzione sovranazionale sotto l'egida dell'ONU, deputata ad emettere *rating* del credito²⁰².

and, consequently, dismantling the very foundations of the accountability process this solution was meant to buttress» (p. 12).

²⁰⁰ BUSSANI M., *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue*, cit., p. 13.

²⁰¹ BUSSANI M., *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue*, cit., p. 13: «This court should be staffed with judges and clerks coming from as many jurisdictions as possible, and, like any other court in these matters, should avail itself of independent financial experts».

²⁰² ORHAN M. e ALPAY R., *op. cit.*, p. 12. Nello specifico, «[a] separate, autonomous department must be established with sufficient number of diligent and competent experts from all nationalities. The department must be able to provide ratings of all kinds, ranging from sovereign ratings to structured financial tools'»

Le idee sottese a queste proposte di ampio respiro (sovranaazionale o, addirittura, globale) paiono essere principalmente due. Da un lato, il fatto che un fenomeno come quello delle agenzie di *rating* del credito, transfrontaliero per sua stessa natura, non possa essere efficacemente affrontato se non a livello mondiale, attraverso il lavoro sinergico del maggior numero possibile di Stati; dall'altro, l'idea che l'affidamento dell'attività di classamento del merito creditizio ad un organismo sovranazionale o internazionale imparziale e non avente alcun interesse nei giudizi di *rating* garantisca la neutralità nello svolgimento dell'attività di *rating*, in modo da superare i conflitti di interesse che attualmente affliggono le maggiori agenzie di *rating* presenti sul mercato. Se sul primo punto si può certamente concordare, il secondo solleva invece più di un dubbio.

A proposito della creazione di un'istituzione indipendente, va ricordato che in effetti una tale proposta non è rimasta circoscritta al dibattito accademico, ma ha

risk ratings. Evaluation rules must be written explicitly and the whole process of rating should be made completely transparent. The criteria they use must be public knowledge and should be freely available in their web sites. The ratings should be on demand. In case a rating request is placed, there should be three teams of analysts selected randomly and working parallel. The ratings by the teams of analysts would be elaborated under the joint meeting of the supervisor and the rating should be announced after. All analysts should be oriented to believe that their rating accuracy is for the good of everyone including the countries waiting for sovereign ratings, the issuers and investors. The fees should be charged according to the cost of rating, not to maximize the profit of the oligopolistic market. Though low, profit that may incur should be added to the funds to support the humanitarian activities» (*ibidem*).

anche raggiunto il legislatore statunitense²⁰³, prima, e le istituzioni europee, poi, portandoli ad interrogarsi sulla sua opportunità. Si ritiene opportuno soffermarsi, in particolare, sul dibattito sorto in seno a queste ultime.

Il Considerando n. 73 del Regolamento CE n. 1060/2009 afferma che «[l]a Commissione dovrebbe (...) presentare una relazione al Parlamento europeo ed al Consiglio in cui si valutino (...) le possibili alternative al modello “issuer pays”, tra cui la creazione di un’agenzia comunitaria pubblica di rating del credito (...). In base a tale valutazione, la Commissione dovrebbe formulare le opportune proposte legislative».

Nella Risoluzione dell’8 giugno 2011 sulle agenzie di *rating* del credito²⁰⁴, il Parlamento europeo invitava la

²⁰³ La *Sec. 939E* (rubricata: “Government Accountability Office Study on the Creation of an Independent Professional Analyst Organization”) del *Dodd-Frank Act* del 2010 recita:

« (a) STUDY.—The Comptroller General of the United States shall conduct a study on the feasibility and merits of creating an independent professional organization for rating analysts employed by nationally recognized statistical rating organizations that would be responsible for—

(1) establishing independent standards for governing the profession of rating analysts;

(2) establishing a code of ethical conduct; and

(3) overseeing the profession of rating analysts.

(b) REPORT.—Not later than 1 year after the date of publication of the rules issued by the Commission pursuant to section 936, the Comptroller General shall submit to the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate and the Committee on Financial Services of the House of Representatives a report on the results of the study conducted under subsection (a) ».

²⁰⁴ *Risoluzione del Parlamento europeo dell’8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future (2010/2302(INI))*, 2012/C 380 E/05, in Gazzetta ufficiale dell’Unione europea C 380 E/24 dell’11 dicembre 2012, disponibile all’indirizzo <http://eur->

Commissione ad esaminare la possibilità di creare un’Agenzia europea di *rating* del credito²⁰⁵.

Successivamente il CESE (Comitato economico e sociale europeo), interpellato, su decisione del Consiglio e del Parlamento europeo, in merito alla proposta di regolamento recante modifica del Regolamento CE n. 1060/2009²⁰⁶, si è interrogato sull’opportunità di istituire un’agenzia di *rating* europea, pervenendo alla conclusione secondo cui «per migliorare la qualità, la trasparenza, l’indipendenza, la pluralità dei giudizi e la concorrenza nell’assegnazione dei rating, la Commissione deve istituire un’agenzia di rating europea indipendente che assegni rating indipendenti al debito sovrano, per difendere in questo modo l’interesse comune»^{207 208}.

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:380E:0024:0031:IT:PDF.

²⁰⁵ Cfr. punto 21: il Parlamento europeo «ritiene che la Commissione debba (...) esaminare e valutare la possibilità di creare un’Agenzia europea di rating del credito realmente indipendente; invita la Commissione ad esaminare in particolare le questioni del personale dell’Agenzia, che dovrebbe essere del tutto indipendente, e delle sue risorse, che dovrebbero provenire da tasse versate dal settore finanziario privato».

²⁰⁶ *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito COM(2011) 747 definitivo — 2011/0361 (COD), (2012/C 181/13), Relatore: Páleník, in Gazzetta ufficiale dell’Unione europea C 181/68 del 21 giugno 2012, disponibile all’indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:181:0068:0074:IT:PDF>.*

²⁰⁷ § 5.4. Cfr. anche § 1.6.

²⁰⁸ Come si legge nell’allegato finale, il parere della sezione specializzata sull’istituzione di un’Agenzia di *rating* europea indipendente è stato respinto a vantaggio di un emendamento

Sebbene il successivo Regolamento UE n. 462/2013 nulla abbia innovato sul punto, non essendo stata istituita alcuna Agenzia europea di *rating* del credito, la proposta non è caduta definitivamente nell'oblio; anzi, il nuovo art. 39 *ter*, par. 2 del Regolamento CE n. 1060/2009 (introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013) statuisce che «[d]opo aver esaminato la situazione del mercato, la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2014, una relazione in merito all'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito creditizio per il debito sovrano. [primo comma] Tenendo conto delle conclusioni della relazione di cui al primo comma e della situazione del mercato, la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2016, una relazione sull'opportunità e la fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating del credito [secondo comma]».

La dottrina ipotizza che il progetto di istituire una agenzia di *rating* europea potrebbe riprendere vigore ove si

accolto dall'Assemblea, ottenendo comunque un buon numero di voti favorevoli (la proposta è stata infatti respinta con 78 voti contrari, 55 voti favorevoli e 13 astensioni). Questo il testo del parere respinto: «Secondo il CESE, per migliorare la qualità, la trasparenza, l'indipendenza, la pluralità dei giudizi e la concorrenza nell'assegnazione dei rating, la Commissione deve istituire un'agenzia di rating europea indipendente che assegni rating indipendenti pagati dall'emittente. Essa non dovrebbe però assegnare rating sovrani: in questo modo si eviterà qualsiasi accusa di conflitto di interessi».

constatasse l'impossibilità di eliminare del tutto il rinvio regolamentare ai giudizi di *rating*²⁰⁹.

Occorre a questo punto domandarsi se sia necessaria e/o opportuna l'introduzione di tale nuovo organismo (*i.e.* agenzia di *rating* europea).

La dottrina che si è pronunciata sul punto appare, invero, piuttosto scettica; gli aspetti problematici messi in luce sono molteplici. L'intervento pubblico diretto nell'economia attraverso la pubblicizzazione dell'attività di *rating* del merito creditizio, più che come panacea di tutti i mali di cui il sistema privato di *rating* del credito attualmente soffre, viene visto come possibile fonte di nuovi e forse più gravi vizi (ad es. condizionamenti da parte delle istituzioni politiche)²¹⁰.

²⁰⁹ Così CAVALIERI E., *op. cit.*, p. 934: «Se, come anticipato, la completa eliminazione della *rating-based regulation* è subordinata alla individuazione di adeguate alternative ai *rating* del credito, non può passare inosservato l'incarico attribuito alla Commissione europea di predisporre entro il 31 dicembre 2016 una relazione sulla "opportunità e la fattibilità di istituire un'agenzia di *rating* del credito europea", per l'emissione di *rating* sovrani degli Stati membri, "e/o una fondazione europea di *rating*", per tutte le altre tipologie di giudizi. Una futura pubblicizzazione dell'attività di *rating*, dunque, non può ancora essere esclusa, specialmente nel caso in cui la totale eliminazione dei rinvii ai giudici delle CRAs fosse considerata non percorribile».

²¹⁰ Così PIANESI L., *op. cit.*, pp. 212-213: «Ciò che sembra necessario evitare, però, in un clima di rinnovato entusiasmo per la presenza dello Stato nell'economia e per l'intervento pubblico diretto, è una riforma nel senso della pubblicizzazione delle agenzie di *rating*. Ciò vorrebbe dire ritenere che un'agenzia pubblica, statale o europea, funzionerebbe meglio delle agenzie private, il che pare quanto meno opinabile: in realtà istituire un sistema di *rating* pubblico, lungi dal promuovere e far emergere pubbliche virtù, potrebbe semplicemente aumentare il rischio di sostituire i vizi privati con i vizi pubblici».

Ci si interroga, inoltre, su quale credibilità una siffatta struttura, istituita «ufficialmente allo scopo di accrescere la concorrenza nel settore, ma di fatto in evidente polemica e contrapposizione con le tre agenzie globali USA, e per di più fortemente sospetta di pesanti condizionamenti da parte delle istanze ed esigenze degli stati e delle stesse istituzioni europee»²¹¹, potrebbe avere in Europa e nel mondo²¹².

Ultimo ma non ultimo: come conciliare l'istituzione di un'Agenzia europea di *rating* del credito con l'obiettivo che l'Unione ha posto nel Regolamento UE n. 462/2013 di diminuire l'eccessiva dipendenza da ed affidamento al *rating*?²¹³

In effetti, i dubbi sollevati appaiono tutt'altro che irragionevoli, soprattutto ove si consideri che le preoccupazioni espresse dalla dottrina trovano riscontro nella discrepanza delle opinioni espresse dalle diverse istituzioni europee circa il raggio di azione che l'Agenzia europea di *rating* dovrebbe avere: esclusione

Cfr. altresì PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, p. 64.

²¹¹ GASPARINI CASARI V., *op. cit.*, p. 650.

²¹² GASPARINI CASARI V., *op. cit.*, p. 650.

²¹³ Cfr. GRANATA E., *op. cit.*, p. 398, secondo il quale l'ipotesi di creazione di un'agenzia pubblica europea «desta perplessità, se non altro per l'intrinseco contrasto che avrebbe sull'obiettivo di riduzione, se non di eliminazione, della dipendenza della regolamentazione prudenziale e del mercato dai giudizi delle agenzie di *rating*: difatti all'obiettivo, perseguito dalla stessa CRA3, di innestare un processo di deistituzionalizzazione delle agenzie di *rating*, ricondotte correttamente ad una funzione meramente privatistica, senza l'incidenza, spesso automatica, che oggi il *rating* ha sulla regolamentazione, si affiancherebbe un obiettivo in senso contrario inteso a dare qualificazione pubblica al soggetto che esprime il *rating* e quindi istituzionalizzandone il ruolo».

dell'assegnazione di *rating* sovrani, secondo il parere respinto della sezione specializzata del CESE, al fine di evitare possibili accuse di conflitto di interessi *vs* valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri, secondo il recente Regolamento UE n. 462/2013 e la versione definitiva del parere del CESE.

Ed i dubbi espressi dalla dottrina si ritrovano anche nei documenti della Commissione, la quale, tra le opzioni intese ad attenuare i rischi per la stabilità dei mercati derivanti dalla diffusione di *rating* sovrani, non ritiene di dover avallare quella consistente nell'incoraggiare una struttura dell'Unione Europea già esistente ed indipendente o una nuova agenzia europea di *rating* del credito ad emettere *rating* (opzione n. 8)²¹⁴. L'opzione di creare un'agenzia europea di *rating*, su base pubblica anziché privata, non è stata prescelta nemmeno tra le opzioni

²¹⁴ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Documento di lavoro dei servizi della Commissione. Sintesi della valutazione d'impatto che accompagna i documenti Proposta di regolamento che modifica il regolamento (ce) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi*, Bruxelles, 15 novembre 2011, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2011:1355:FIN:IT:PDF>, ove si legge che «[d]all'analisi d'impatto emerge che per motivi di obiettività e credibilità, secondo la percezione del mercato, non sarebbe opportuno avvalersi di una struttura esistente e indipendente dell'UE né istituire una nuova agenzia europea di rating pubblica per l'emissione di rating sovrani. Varie parti interessate hanno inoltre sollevato dubbi in particolare per quanto riguarda la credibilità di tali rating» (p. 5).

proposte per il miglioramento delle condizioni di mercato del *rating* del credito al fine di migliorare la qualità dei *rating*²¹⁵.

²¹⁵ *Ivi*, p. 6, opzione n. 3.

SEZIONE II

IL PASSAGGIO DALL'AUTOREGOLAMENTAZIONE ALL'INTERVENTO NORMATIVO

SOMMARIO: 1. La disciplina delle agenzie di *rating* del credito: dall'autoregolamentazione all'intervento pubblico – 2. Le iniziative della IOSCO ed i codici di autodisciplina delle agenzie di *rating* – 3. La legislazione statunitense – 4. L'intervento normativo europeo – 4.1. La prima risposta normativa europea: il Regolamento CE n. 1060 del 2009 – 4.2. (segue) Il Regolamento UE n. 513 del 2011 – 4.3. (segue) Il Regolamento UE n. 462 del 2013 – 4.4. Il Regolamento CE n. 1060 del 2009 nella sua veste attuale – 4.5. L'obiettivo della riduzione del ricorso al *rating* del credito: la Direttiva UE n. 14 del 2013 ed i provvedimenti di diritto interno (Consob, Banca d'Italia, Ivass, Covip)

1. La disciplina delle agenzie di *rating* del credito: dall'autoregolamentazione²¹⁶ all'intervento pubblico

Le agenzie di *rating* hanno alle spalle ormai più di un secolo di vita, nel corso del quale hanno man mano assunto un'importanza crescente all'interno dei mercati finanziari. In particolare, gli ultimi decenni del XX secolo

²¹⁶ In generale sull'autoregolamentazione nella materia finanziaria v. LEMMA V., «Soft law» e regolazione finanziaria, in *Nuova giur. civ. comm.* 2006, 11, II, pp. 600 ss.. L'A. dà la seguente "definizione di base" della *soft law*: «sistema normativo costituito da principi, regole, norme e procedure che, pur essendo al di fuori del sistema delle fonti ordinarie di produzione normativa (o nonostante siano prive di contenuto idoneo a dar vita a diritti ed obblighi tutelabili in via giurisdizionale), sono comunque in grado di espletare alcuni effetti nel pubblico dei destinatari» (p. 606).

hanno visto aumentare grandemente l'influenza del *rating* del credito nel mercato degli investimenti: i regolatori nazionali e sovranazionali sempre più spesso hanno delegato funzioni di controllo alle agenzie di *rating*, affidandosi pressoché acriticamente alle loro valutazioni.

Il *rating* è stato dunque utilizzato dai regolatori come termometro dello stato di “salute” del merito creditizio degli emittenti che si affacciano sul mercato e dei relativi prodotti; un termometro di cui, però, nessuno si era mai preoccupato di controllare l'esattezza della “taratura”. Era, infatti, convinzione diffusa che la professionalità di coloro che tale strumento avevano creato (ossia le agenzie di *rating*), unitamente al meccanismo reputazionale ed alle conseguenti sanzioni di mercato che si pensavano poste a suo presidio, fossero una garanzia sufficiente circa la precisione dello strumento e la correttezza dell'attività di coloro che tale strumento adoperavano. Per tale motivo, per lungo tempo il legislatore non ha ritenuto di dover intervenire in questo settore dettando una specifica disciplina normativa²¹⁷.

Che le agenzie di *rating* abbiano inizialmente operato libere da vincoli normativi non dovrebbe stupire, poiché, come posto in evidenza dalla dottrina, «[p]iaccia o non piaccia, il diritto dei mercati finanziari tende a svilupparsi “in response to, indeed in anticipation of, evolving concepts and needs”». In altre parole, alla manifestazione del nuovo fenomeno economico-finanziario sui mercati

²¹⁷ Associazione laureati LUISS, *Regolazione e mercato*, cit., pp. 10-11, il quale, con riferimento alla crisi iniziata nel 2007, parla in generale di una «cultura favorevole alla *deregulation* e fiduciosa nella capacità di autodisciplina dei mercati», di origine statunitense, importata in Europa «in virtù della forza assunta dagli intermediari anglosassoni nei mercati e nei negoziati per l'emanazione delle regole comunitarie».

segue, generalmente, una forma iniziale di autoregolamentazione che, talvolta, si evolve in precetti normativi eteronomi»²¹⁸. Ciò che desta meraviglia è che tra la nascita delle agenzie di *rating* e la predisposizione di una normativa *ad hoc* sia intercorso così tanto tempo (addirittura un secolo, se si eccettua l'istituzione della categoria delle NRSRO negli Stati Uniti a metà degli anni '70), e che nel frattempo i regolatori abbiano fatto ampio ricorso ai *rating* senza controllare se essi fossero o meno parametri affidabili e se i soggetti che li emettevano meritassero la fiducia in loro riposta.

Se sul versante legislativo si è registrato un lungo periodo di inattività, su quello giurisprudenziale la situazione non presenta differenze di rilievo. Le decisioni dei giudici (soprattutto quelli statunitensi, che per primi sono stati chiamati a pronunciarsi sulla questione circa l'eventuale responsabilità delle agenzie di *rating*) hanno sovente mandato esenti da responsabilità le agenzie per i danni dalle stesse cagionati in seguito all'emissione di valutazioni non corrette, aderendo all'argomento da queste addotto a propria difesa secondo cui i *rating* sarebbero delle mere "opinioni", come tali protette dalla libertà di manifestazione del pensiero sancita dal Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti d'America.

Insomma, alla deregolamentazione dell'attività delle agenzie di *rating* si è per lungo tempo accompagnata l'irresponsabilità delle stesse sul piano giuridico, due elementi che, combinati con l'importanza accordata ai *rating* dal loro utilizzo a fini regolamentari, hanno creato una miscela pericolosa, che ha infine deflagrato provocando pesanti ripercussioni sui mercati finanziari

²¹⁸ PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, p. 46.

nazionali ed internazionali. Si ricorderà la sintesi svolta nel capitolo II, § 6 circa il ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nella genesi delle più importanti crisi economiche che, a partire dalla seconda metà degli anni '90 del secolo scorso sino ad arrivare ai giorni nostri, hanno interessato il mercato degli investimenti. Ebbene, palesatasi l'insufficienza del meccanismo dell'autoregolamentazione (nel quale sono confluite le iniziative della IOSCO ed i codici di autodisciplina di cui le agenzie di *rating* si sono dotate) nonché l'inefficienza delle sanzioni di mercato, ed avvedutisi dei gravi danni che la diffusione di valutazioni erranee sul rischio di credito può provocare, si è aperta una nuova stagione di intervento pubblico, che ha preso il posto della precedente politica di *laissez-faire* economico.

Anche se con tempi e modalità differenti, sia il legislatore statunitense che il legislatore europeo sono intervenuti in materia, dettando norme apposite volte a disciplinare l'attività delle agenzie di *rating* del credito (regolamentazione eteronoma e vincolante).

Sul piano giurisprudenziale, il tradizionale dogma che equiparava l'attività delle agenzie di *rating* all'attività giornalistica e per tale via garantiva (attraverso il richiamo al Primo Emendamento) l'immunità delle stesse è andato via via perdendo consensi, e sempre più spesso le agenzie sono state chiamate a rispondere dei danni provocati dalla loro attività.

I cambiamenti sono stati importanti ma, come si vedrà in seguito, non risolutivi. Il dibattito intorno alle agenzie di *rating* è, infatti, tuttora vivace e molti sono ancora gli aspetti che richiedono di essere approfonditi.

Nel corso della presente sezione verrà tratteggiato il passaggio dall'autoregolamentazione all'intervento normativo. Due le principali linee di intervento seguite dai legislatori: da un lato, il ridimensionamento del peso del

rating nell'ambito dei mercati finanziari e, di conseguenza, del peso delle agenzie che lo emettono; dall'altro, l'assoggettamento delle agenzie di *rating* ad una maggiore e più stringente vigilanza.

2. Le iniziative della IOSCO ed i codici di autodisciplina delle agenzie di *rating*

La IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*, ossia “Organizzazione Internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari”) è un'organizzazione internazionale con sede a Madrid fondata nel 1983 che ha lo scopo di fissare *standard* globali ed uniformi che assicurino il funzionamento ordinato, efficiente e corretto dei mercati²¹⁹. La IOSCO annovera tra i propri membri ordinari l'italiana Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) e la statunitense *Securities and Exchange Commission* (SEC); annovera tra i membri associati la Commissione europea e l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA).

La IOSCO è stata tra le prime organizzazioni ad interessarsi al problema della regolamentazione dell'industria del *rating*.

Nel settembre 2003 la IOSCO pubblica un *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*²²⁰ (documento nel quale sono confluiti i risultati di una indagine svolta

²¹⁹ Per ulteriori informazioni sulla composizione, il funzionamento e gli obiettivi della IOSCO si rinvia al sito dedicato: www.iosco.org.

²²⁰ Disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>.

intorno alle agenzie di *rating*) e lo *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*²²¹ (una dichiarazione sui principi da seguire nell'attività di *rating*), ai quali nel dicembre 2004 segue l'emanazione del *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, con lo scopo di fornire delle linee guida per l'attività delle agenzie di *rating* e per l'elaborazione da parte delle stesse dei rispettivi codici di condotta. Il Codice IOSCO, in particolare, sviluppa il precedente *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* del 2003 e contiene una serie di linee guida per la redazione dei codici di condotta interni alle singole agenzie di *rating*.

Il Codice IOSCO (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*)²²², emanato nel dicembre 2004 e rivisto nel maggio 2008, nasce dalla collaborazione tra i membri della IOSCO, le agenzie di *rating*, i rappresentanti del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, l'*International Association of Insurance Supervisors*, gli emittenti, gli investitori ed altri operatori di mercato; l'obiettivo principale del Codice IOSCO «is to promote investor protection by safeguarding the integrity of the rating process»²²³.

In particolare, il Codice IOSCO si sofferma sui seguenti punti:

²²¹ Disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

²²² Il Codice IOSCO nella sua versione rivisitata nel 2008 è disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>. La versione originaria del 2004 è disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

²²³ IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, p. 3.

1) qualità ed integrità del processo di *rating*: si raccomanda alle agenzie di *rating* l'adozione di misure che perseguano il fine di garantire la qualità e l'integrità del processo di emissione del *rating*, del suo monitoraggio e del suo (eventuale, ove necessario) aggiornamento;

2) indipendenza delle agenzie di *rating* del credito e prevenzione dei conflitti di interesse: si raccomanda alle agenzie di *rating* l'adozione di misure che perseguano il fine di garantire l'indipendenza delle stesse e la prevenzione dei conflitti di interesse;

3) responsabilità delle agenzie di *rating* del credito nei confronti del pubblico degli investitori e degli emittenti: si raccomanda alle agenzie di *rating* l'adozione di misure che perseguano il fine di assicurare la trasparenza e la tempestività della emissione dei giudizi di *rating*, nonché di misure che garantiscano un accurato ed adeguato trattamento delle informazioni di natura confidenziale comunicate dagli emittenti;

4) comunicazione (*disclosure*) del codice di condotta e comunicazione con gli operatori del mercato.

L'intento dichiarato della IOSCO è quello di dettare una serie di misure fondamentali che, pur non potendo essere considerate né omnicomprensive (*all-inclusive*) – ben potendo rendersi in concreto necessarie misure addizionali –, né rigide (si tratta, difatti, di misure flessibili, da adattare alle circostanze giuridiche e di mercato specifiche di ciascuna agenzia di *rating*), dovrebbero essere incluse nei singoli codici di condotta delle agenzie di *rating*.

Il Codice IOSCO si riferisce esclusivamente alle misure che le agenzie di *rating* dovrebbero adottare²²⁴,

²²⁴ In particolare, «[t]he Code Fundamentals are designed to apply to any CRA and any person employed by a CRA in either a full-

mentre non affronta la questione dei doveri, egualmente importanti, incombenti in capo agli emittenti di cooperare e fornire informazioni accurate e complete tanto al mercato quanto alle agenzie alle quali richiedono il *rating*²²⁵.

Le agenzie di *rating*, nel dettare i propri codici di autodisciplina, sono chiamate ad adeguarsi alle prescrizioni dettate dal Codice IOSCO, secondo il meccanismo conosciuto come *complain or explain*, in base al quale le agenzie di *rating*, ove non si adeguino ai principi dettati dal Codice IOSCO, inserendo le relative disposizioni nei propri codici di condotta, devono (dovrebbero) motivare le ragioni del disallineamento ed illustrare in quale modo gli obiettivi IOSCO vengono perseguiti²²⁶. Si tratta, in ogni caso, di un codice non obbligatorio, al quale le agenzie di *rating* sono chiamate ad aderire spontaneamente.

time or part-time capacity» (IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, dicembre 2004, disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, p. 3), indipendentemente da dimensioni e *model business* della CRA (p. 3, *supra*).

²²⁵ IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, dicembre 2004, disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, p. 2.

²²⁶ IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, p. 2: «In order to promote transparency and improve the ability of market participants and regulators to judge whether a CRA has satisfactorily implemented the Code Fundamentals, CRAs should disclose how each provision of the Code Fundamentals is addressed in the CRA's own code of conduct. CRAs should explain if and how their own codes of conduct deviate from the Code Fundamentals and how such deviations nonetheless achieve the objectives laid out in the Code Fundamentals and the IOSCO CRA Principles».

Il Codice IOSCO, adottato a livello mondiale, è stato recepito anche a livello europeo²²⁷.

L'iniziativa della IOSCO «è importante perché rappresenta il primo nucleo di principi relativi allo svolgimento di questa attività, ma si muove esclusivamente nel solco di quella che potrebbe definirsi autoregolazione assistita senza un effettivo potere di *enforcement*»²²⁸. Il rispetto dei principi e delle regole deontologiche predisposte dalla autoregolamentazione privata, prive di forza cogente, è sostanzialmente rimesso alla “buona volontà” delle agenzie di *rating* del credito. Non a caso, questi tentativi di autoregolamentare il settore non hanno prodotto i risultati sperati. Il Codice IOSCO ed i codici di condotta adottati dalle agenzie di *rating* non si sono, infatti, mostrati strumenti idonei a disciplinare in

²²⁷ Cfr. *Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito*, 2006/C 59/02, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. C 59 dell'11 marzo 2006, consultabile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0002:IT:PDF>, par. 3: «La legislazione dell'UE si applica soltanto alle agenzie di rating operanti nell'UE. Il codice dovrà invece essere applicato dalle agenzie di rating in tutti i paesi nei quali esercitano la loro attività. Per quanto riguarda il contenuto, il codice completa la normativa comunitaria. Mentre le direttive sono legalmente vincolanti, il codice funziona sulla base della formula “conformarsi o spiegare” (“*comply or explain*”) – il che significa che ci si aspetta che le agenzie di rating integrino tutte le disposizioni del codice della IOSCO nel loro codice di condotta interno e che, qualora non lo facciano, siano tenute a spiegare in che modo il loro codice rifletta comunque le disposizioni del codice della IOSCO».

²²⁸ PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 79-80.

modo soddisfacente la loro attività impedendo l'adozione di comportamenti scorretti²²⁹.

Il fallimento del ricorso alla autoregolamentazione privata ed alle *best practices* dell'analisi finanziaria, nonché l'inefficacia delle sanzioni di mercato legate ad un modello reputazionale che sembra aver perso terreno a fronte dell'inclusione dei *rating* nella regolazione ed al conseguente affermarsi della *regulatory license view*, conducono ad interrogarsi se non sia necessario approntare uno schema normativo avente forza cogente, con norme che possano essere imposte coercitivamente alle agenzie di *rating*²³⁰.

²²⁹ Cfr. A. BENEDETTI, *op. cit.*: «su questo terreno si è registrato l'ennesimo fallimento dei meccanismi reputazionali di mercato: a causa della difficoltà di intercettare tempestivamente le violazioni del codice da parte del pubblico al quale i giudizi di *rating* sono rivolti, è rimasto sostanzialmente non operativo quel meccanismo di *comply and explain*, per cui le agenzie sarebbero tenute a spiegare ogni “non conformità” della propria condotta, proprio al fine di mantenere la propria reputazione. Del resto le agenzie hanno ampiamente negato, in passato, che i propri codici di condotta, ove effettivamente adottati, potessero essere intesi come parti integranti dei regolamenti contrattuali con le parti, assegnando quindi implicitamente a tali strumenti un valore poco superiore a quello di bei manifesti di buone intenzioni, ampiamente derogabili».

²³⁰ In letteratura, il dibattito intorno alla necessità ed utilità di una regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating* ha visto contrapporsi due diverse opinioni. Secondo una prima impostazione, fiduciosa nella capacità dei mercati di autodisciplinarsi, un intervento di regolamentazione pubblico del settore non sarebbe necessario né utile. Contrario alla regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating* è, ad esempio, SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, pp. 14-15, secondo il quale i meccanismi di mercato (in particolare, il meccanismo reputazionale) rappresenterebbero un incentivo sufficiente per le agenzie a svolgere con diligenza ed imparzialità la loro attività; la regolamentazione

potrebbe, anzi, compromettere l'affidabilità delle valutazioni, aumentando il potenziale di manipolazione politica («regulation could impair the reliability of ratings increasing the potential for political manipulation, and by diminishing the importance of reputational costs as would occur, for example, if regulation were based on consideration other than ultimate rating reliability. Consequently, government regulation would neither reduce costs nor improve reliability. I therefore turn to the question of whether regulation would limit the negative consequences of rating agency actions»). Secondo l'A. «regulation would neither limit the negative consequences of rating agency action nor improve rating agency performance. Consequently there is little theoretical justification for such regulation» (p. 20). Si ricorda, però, che Schwarcz scrive nei primi anni del XX secolo, quando non si era ancora palesata la disastrosa crisi finanziaria globale del 2007/2008.

Di diverso avviso altra parte della dottrina. Ad esempio KORMOS, B.J., *op. cit.*.

Ciò su cui tutti sembrano concordare è che, ove si decida di apprestare una regolamentazione pubblica, essa dovrà essere, in considerazione della natura tipicamente transfrontaliera dell'attività di *rating*, quanto più estesa possibile; e ciò fa inevitabilmente sorgere problematiche ulteriori, date dai costi e dalla difficoltà di approntare normative uniformi applicabili ad una molteplicità di ordinamenti giuridici diversi (Cfr. SCHWARCZ S.L., *op. cit.*, pp. 24-25: «This article's analysis has thus far indicated that additional regulation of rating agencies is unnecessary and probably inefficient. This view is reinforced by the fact that rating agencies are multinational entities with human capital assets. As such, a rating agency subject to excessive regulation would be more likely than an ordinary multinational company to relocate to a foreign country that does not impose such regulation, assuming the country has the educational infrastructure to supply the ongoing need for analysts. This in turn might lead to a race to the bottom, in which countries compete to reduce their level of regulation in order to attract agencies that wish to relocate. A possible solution to this dilemma is to impose regulation on a global scale. However, international regulation of rating agencies, like any other form of

3. La legislazione statunitense²³¹

L'ordinamento statunitense è stato il primo a sviluppare una disciplina specifica in materia di agenzie di *rating* del credito. Ciò non deve stupire, se si pone mente al fatto che le agenzie di *rating* sono nate negli Stati Uniti ed ivi hanno cominciato a svolgere la propria attività.

Come già si è visto nel secondo capitolo, le agenzie di *rating* del credito nascono negli Stati Uniti agli inizi del XX secolo, ma è solo a partire dalla seconda metà degli anni '30 (due decenni dopo che hanno iniziato ad operare),

global regulation, would be inherently costly, if not impractical, in our “primitive” system of international law. Thus, comprehensive international regulation would be unnecessary, costly, and impractical»).

²³¹ Per una più completa disamina dell'esperienza statunitense si rinvia, tra gli altri, a SANNA P., *op. cit.*, pp. 40 ss.; PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 48 ss., i quali suddividono la recente evoluzione regolamentare statunitense in tre fasi: «la prima coincidente con l'emanazione del *Credit Rating Agency Reform Act* (...) del 2006 e delle *Rules* della SEC volte ad attuarne la disciplina di principio; la seconda corrispondente ai provvedimenti adottati dalla stessa SEC in risposta alla crisi finanziaria del 2008, miranti principalmente a regolare l'operato delle agenzie nel mercato dei prodotti strutturati; la terza e ultima fase relativa all'emanazione nel 2009 del *Dodd-Frank Act* e della normativa di secondo livello ad esso correlata, volta in primo luogo a rendere più penetranti i poteri di vigilanza sulle agenzie e ad allentare l'affidamento (sin troppo) cieco del mercato sui giudizi da queste emessi»; PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., pp. 122 ss.

Per la disamina della recente evoluzione regolamentare statunitense (dal CRARA al Dodd-Frank Act) cfr. PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 47 ss.; PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., pp. 465 ss..

a seguito della crisi del 1929, che vengono adottati i primi interventi normativi in materia di *rating*²³². In origine, tuttavia, il legislatore statunitense non si preoccupò di disciplinare in alcun modo l'attività delle agenzie di *rating* del credito; i primi interventi normativi, infatti, dettati con finalità di vigilanza prudenziale (soprattutto nel settore bancario; ma tali *standard* vennero ben presto imposti anche ad altri investitori istituzionali, come assicurazioni e fondi pensione²³³), erano volti soltanto ad attribuire valore regolamentare ai *rating* del credito, senza però disciplinare l'attività di *rating* nel suo complesso né i soggetti che tale attività svolgevano. Qualsiasi *rating* del credito, da qualsiasi agenzia emesso, poteva essere di conseguenza utilizzato a fini regolamentari.

Questa situazione si protrasse sino alla metà degli anni '70 del secolo scorso. Nel 1975, infatti, venne istituita

²³² PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 123, nt. 4: «Il primo vero intervento normativo risale al 1936, quando l'*Office of the Controller of the Currency* (OCC) intervenne statuendo che le banche non potessero investire in obbligazioni inferiori all'“investment grade”, ossia al di sotto del *rating* BBB (designato all'epoca, e tuttora, da S&P come la soglia limite dei titoli a carattere non speculativo). In questo modo sia le banche sia gli emittenti furono, quindi, indotti a tenere conto dei giudizi espressi dalle agenzie, che iniziarono così ad influire direttamente sulla capacità di uno strumento finanziario di essere venduto sul mercato. Nonostante la portata assolutamente innovativa della disposizione, nessun esplicito riferimento era fatto ai criteri in base ai quali selezionare le agenzie i cui *rating* dovessero essere presi in considerazione, ma venivano semplicemente richiamati i *rating* contenuti nei “recognized rating manuals”, implicitamente indicando, quindi, quelli redatti dalle maggiori agenzie allora esistenti: Standard & Poor's, Moody's e Fitch».

²³³ Cfr. KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 4.

dalla SEC la categoria delle NRSRO; l'ottenimento dello *status* di NRSRO, concesso solamente alle agenzie che soddisfacevano determinati requisiti, divenne condizione imprescindibile per le agenzie di *rating* del credito che volessero emettere *rating* provvisti di valore regolamentare.

Rammentata brevemente la storia meno recente delle agenzie di *rating*, nel presente paragrafo ci si soffermerà ad esaminare gli approdi più recenti a cui è giunta la regolazione statunitense. Si tratta, in particolare, di due leggi, rispettivamente del 2006 e del 2010, che hanno innovato il *Securities and Exchange Act* del 1934²³⁴.

Giova premettere brevemente che il *Securities and Exchange Act*, emanato il 6 giugno 1934, è la legge con la quale il Congresso degli Stati Uniti ha istituito la SEC (*Securities Exchange Commission*), l'autorità di vigilanza sui mercati (corrispondente alla italiana Consob); tale legge detta inoltre numerose regole volte a disciplinare il funzionamento del mercato finanziario secondario statunitense²³⁵.

a) Credit Rating Agencies Reform Act of 2006

Il primo degli interventi normativi di riforma della legge del 1934 che qui interessano è il *Credit Rating*

²³⁴ Il testo completo della legge è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

²³⁵ Il mercato finanziario primario trova invece la propria disciplina principalmente nel *Securities Act of 1933*, il cui testo è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>. Si tratta di una legge federale, che è stata emanata durante la Grande Depressione, all'indomani del crollo dei mercati del 1929.

Agencies Reform Act of 2006 (CRARA)²³⁶, del settembre 2006, il quale reca la seguente intitolazione: «An Act To improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry». Il Congresso, constatata l'importanza nazionale delle agenzie di *rating*²³⁷, procede con tale legge a regolarne più compiutamente taluni aspetti.

In particolare il CRARA ha emendato il *Securities and Exchange Act* del 1934 introducendo la nuova sezione 15E, che delinea un quadro giuridico uniforme per la

²³⁶ Il testo della legge è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>.

²³⁷ In particolare (*Sec. 2*), « Congress finds that credit rating agencies are of national importance, in that, among other things—

- (1) their ratings, publications, writings, analyses, and reports are furnished and distributed, and their contracts, subscription agreements, and other arrangements with clients are negotiated and performed, by the use of the mails and other means and instrumentalities of interstate commerce;
- (2) their ratings, publications, writings, analyses, and reports customarily relate to the purchase and sale of securities traded on securities exchanges and in interstate over-the-counter markets, securities issued by companies engaged in business in interstate commerce, and securities issued by national banks and member banks of the Federal Reserve System;
- (3) the foregoing transactions occur in such volume as substantially to affect interstate commerce, the securities markets, the national banking system, and the national economy;
- (4) the oversight of such credit rating agencies serves the compelling interest of investor protection;
- (5) the 2 largest credit rating agencies serve the vast majority of the market, and additional competition is in the public interest; and
- (6) the Commission has indicated that it needs statutory authority to oversee the credit rating industry ».

designazione delle NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*) da parte della SEC. Secondo quanto stabilito dal CRARA, le agenzie di *rating* che desiderano operare in qualità di NRSRO (con tutti i vantaggi che da ciò conseguono) devono sottoporsi ad una procedura di registrazione la cui disciplina si trova, appunto, nella nuova Sezione 15E del *Securities and Exchange Act* del 1934²³⁸.

²³⁸ In particolare, le agenzie di *rating* che vogliono domandare il riconoscimento come NRSRO deve fornire una serie di informazioni, quali:

« “(i) credit ratings performance measurement statistics over short-term, mid-term, and long-term periods (as applicable) of the applicant;

““(ii) the procedures and methodologies that the applicant uses in determining credit ratings;

““(iii) policies or procedures adopted and implemented by the applicant to prevent the misuse, in violation of this title (or the rules and regulations hereunder), of material, nonpublic information;

““(iv) the organizational structure of the applicant;

““(v) whether or not the applicant has in effect a code of ethics, and if not, the reasons therefor;

““(vi) any conflict of interest relating to the issuance of credit ratings by the applicant;

““(vii) the categories described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B) with respect to which the applicant intends to apply for registration under this section;

““(viii) on a confidential basis, a list of the 20 largest issuers and subscribers that use the credit rating services of the applicant, by amount of net revenues received therefrom in the fiscal year immediately preceding the date of submission of the application;

““(ix) on a confidential basis, as to each applicable category of obligor described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B), written certifications described in subparagraph (C), except as provided in subparagraph (D); and

L'introduzione di una normativa *ad hoc*, che disciplina in termini chiari i requisiti necessari per ottenere lo *status* di NRSRO ed il relativo procedimento, in contrapposizione alla opacità che sino a quel momento aveva caratterizzato la designazione delle NRSRO da parte della SEC, pur da tempo auspicata, non ha però lasciato del tutto soddisfatti. In particolare, la critica che è stata mossa con riguardo ai requisiti richiesti consiste nel persistere di importanti barriere all'ingresso per i nuovi operatori del settore (*new comers*), in quanto per poter ottenere la qualifica di NRSRO l'agenzia di *rating* deve, tra le altre cose, dimostrare di avere già acquisito una reputazione nel mercato del *rating* al momento in cui presenta la domanda di riconoscimento. La *Sec. 15E(a)(1)(B)(viii)* richiede, infatti, che l'agenzia istante produca un elenco dei venti maggiori emittenti e sottoscrittori che utilizzano i servizi di *rating* dell'agenzia richiedente, con riferimento all'esercizio immediatamente precedente la data di presentazione della domanda; la *Sec. 15E(a)(1)(C)* richiede che l'agenzia presenti una certificazione scritta di almeno dieci investitori istituzionali che dichiarino di aver utilizzato i *rating* dell'agenzia richiedente per almeno tre anni immediatamente precedenti la data di rilascio della certificazione²³⁹.

“(x) any other information and documents concerning the applicant and any person associated with such applicant as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors » (*Sec. 15E(a)(1)(B)*).

²³⁹ Cfr. PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, p. 48, nt. 9: «In dottrina, cfr. WHITE, *op. cit.*, il quale per primo ha criticato tale disposizione, osservando come questa regola abbia un effetto *catch 22* in quanto “would strongly favor the incumbent NRSROs, since

Il CRARA ha, inoltre, attribuito alla SEC poteri di vigilanza informativa ed ispettiva sulle agenzie di *rating*, ma ha espressamente escluso che la stessa possa regolare gli aspetti sostanziali dell'attività di emissione dei *rating*: la regolamentazione degli aspetti sostanziali delle procedure e delle metodologie utilizzate dalle agenzie di *rating* nell'attività di classamento del merito creditizio resta, dunque, ad esclusivo appannaggio delle agenzie di *rating*, essendo preclusa alla SEC la possibilità di regolamentare tali aspetti.

In applicazione delle previsioni del CRARA, nel 2007 la SEC ha adottato nuove regole con riferimento alla determinazione delle NRSRO; nel 2009 ha adottato delle modifiche volte a garantire l'integrità del processo attraverso il quale le NRSRO valutano i prodotti della finanza strutturata.

b) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

Il secondo intervento normativo di riforma della legge del 1934 che qui interessa è il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, approvato nel giugno 2010 ed entrato in vigore il 21 luglio 2010, che apporta diverse modifiche alla Sezione 15E *del Securities*

it's the incumbent NRSRO's ratings that must currently be heeded by the financial markets"; v. anche COFFEE JR., *op. cit.*, p. 234, il quale sottolinea che "The barriers to entry into this field are likely to remain forbiddingly high. Quite simply, the "Catch 22" for new entrants is that it is nearly impossible to obtain clients without a track record for reliable ratings and such a track record is difficult to generate unless one first has clients"».

Exchange Act of 1934 (la quale, si ricorderà, era stata introdotta dal CRARA nel 2006)²⁴⁰.

La nuova disciplina sulle agenzie di *rating* del credito si trova nel *Title IX, Subtitle C*, rubricato “Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies”. In particolare, le previsioni contenute nel *Title IX, Subtitle C* del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* hanno emendato il *Securities and Exchange Act* del 1934 «con il dichiarato obiettivo di incrementare e di migliorare la regolazione delle agenzie di *rating* sia sotto il profilo delle regole di comportamento che della *governance*»²⁴¹.

Il nuovo intervento legislativo è motivato dall'importanza pubblicistica delle agenzie di *rating* del credito²⁴² e dal loro ruolo di *market gatekeepers*²⁴³.

²⁴⁰ Il testo completo della legge è disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

Per ulteriori approfondimenti sulla disciplina dettata dal *Dodd-Frank Act* si rinvia a DARBELLAY A. e PARTNOY F., *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform* (April, 18 2012). Research Handbook on the Economics of Corporate Law, 2012, Forthcoming; San Diego Legal Studies Paper No. 12-082. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2042111>, p. 19; PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 52 ss..

²⁴¹ SANNA P., *op. cit.*, p. 42.

²⁴² Cfr. *Sec. 931 (1)*: «Because of the systemic importance of credit ratings and the reliance placed on credit ratings by individual and institutional investors and financial regulators, the activities and performances of credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, are matters of national public interest, as credit rating agencies are central to capital formation, investor confidence, and the efficient performance of the United States economy».

²⁴³ Cfr. *Sec. 931 (2)*: «Credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, play a critical

Tra le varie modifiche²⁴⁴, due in particolare meritano di essere ricordate:

i) innanzitutto, la affermazione di responsabilità (*liability*) in capo alle agenzie di *rating* del credito (v. *Sec. 931*)²⁴⁵;

“gatekeeper” role in the debt market that is functionally similar to that of securities analysts, who evaluate the quality of securities in the equity market, and auditors, who review the financial statements of firms. Such role justifies a similar level of public oversight and accountability».

²⁴⁴ In generale, la nuova disciplina riguarda le seguenti aree: *Sec. 932. Enhanced regulation, accountability, and transparency of nationally recognized statistical rating organizations; Sec. 933. State of mind in private actions; Sec. 934. Referring tips to law enforcement or regulatory authorities; Sec. 935. Consideration of information from sources other than the issuer in rating decisions; Sec. 936. Qualification standards for credit rating analysts; Sec. 937. Timing of regulations; Sec. 938. Universal ratings symbols; Sec. 939. Removal of statutory references to credit ratings; Sec. 939A. Review of reliance on ratings; Sec. 939B. Elimination of exemption from fair disclosure rule; Sec. 939C. Securities and Exchange Commission study on strengthening credit rating agency independence; Sec. 939D. Government Accountability Office study on alternative business models; Sec. 939E. Government Accountability Office study on the creation of an independent professional analyst organization; Sec. 939F. Study and rulemaking on assigned credit ratings; Sec. 939G. Effect of Rule 436(g); Sec. 939H. Sense of Congress.*

²⁴⁵ Cfr. *Sec. 931(3)*: «Because credit rating agencies perform evaluative and analytical services on behalf of clients, much as other financial “gatekeepers” do, the activities of credit rating agencies are fundamentally commercial in character and should be subject to the same standards of liability and oversight as apply to auditors, securities analysts, and investment bankers»; e *Sec. 931(5)*: «In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to be inaccurate. This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risks by

ii) in secondo luogo, la rimozione dei riferimenti ai *rating* contenuti in una serie di atti normativi (v. *Sec. 939*, rubricata *Removal of Statutory References to Credit Ratings*); l'intento è quello di rimuovere il valore regolamentare del *rating*, al fine di depotenziare il ruolo delle agenzie di *rating* del credito²⁴⁶.

financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of the economy in the United States and around the world. Such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies».

²⁴⁶ Secondo CARRIERO G., *op. cit.*, p. 54 l'abrogazione dei rinvii al *rating* comporterà «l'incremento dei costi transattivi (sub specie costi di applicazione della legge) (...) a carico degli emittenti e quindi degli investitori». Sulla *Sec. 939* cfr. anche PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 277 («Può (...) sembrare contraddittorio che si intenda disciplinare ciò a cui si ritiene di dover togliere subito ogni valore regolamentare (...). Tuttavia, il termine di un anno è passato, molte delle *references* sono rimaste e ancora non si sa sulla base di cosa valutare la *creditworthiness*; e allora l'apparente schizofrenia forse può spiegarsi con la preveggenza che l'eliminazione del valore regolamentare del *rating* potesse avere l'efficacia delle grida di manzoniana memoria o, quanto meno richiedesse molto tempo per l'effettiva attuazione, e che quindi fosse comunque necessaria una regolamentazione») e PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 52-53 («Se da un lato questa operazione di espunzione così sistematica e precisa appare certamente utile ad allentare il potere "quasi regolamentare" del *rating*, va d'altra parte osservato che finché gli *standards of creditworthiness* ad esso alternativi non siano puntualmente individuati e non ne sia stata saggiata l'efficacia, la loro valenza sostitutiva stenta ad emergere e permane in capo agli attori del mercato l'interesse ad avvalersi del *credit rating*. Infine, la *section 939A* del *Dodd-Frank Act* impone a ciascuna autorità federale una revisione generale (da compiersi entro un anno) sulle normative di propria competenza, al fine di rimuovere ogni riferimento al *rating* in esse contenuto e di sostituirlo con altre misure del merito di credito alternative, ritenute

4. L'intervento normativo europeo

In Europa prima del 2009, anno di emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, le uniche sanzioni in cui potevano incorrere le agenzie di *rating* che svolgessero in modo inadeguato la loro attività erano le c.d. sanzioni del mercato, vale a dire la perdita di reputazione e la conseguente disincentivazione di possibili nuovi utenti a fruire dei loro servizi.

Nonostante l'importanza dell'impatto dei giudizi di *rating* sul mercato, per molti anni nessuna iniziativa regolamentare è stata assunta in Europa. In un primo momento, non troppo lontano nel tempo, né i singoli Stati né le istituzioni europee hanno avvertito l'esigenza di predisporre una normativa *ad hoc* per regolamentare l'attività delle agenzie di *rating* del credito e le condizioni per l'emissione dei loro giudizi, sollecitati o meno. Si è posta molta (probabilmente, con il senno di poi, finanche troppa) fiducia nella capacità della *self-regulation* di offrire risposte soddisfacenti ad un tempo sia per gli investitori, bisognosi di protezione e di trasparenza nell'informazione diffusa sui mercati, sia per gli emittenti

idonee da ciascuna autorità in relazione al proprio settore di operatività. Questa massiccia opera di revisione normativa appare auspicabile a patto che siano individuati dei parametri alternativi al *rating* che siano significativi e comprensibili. Qualora invece si optasse per un quadro regolamentare confuso e frammentario, in cui tutte le agenzie federali individuano i propri requisiti senza alcun coordinamento di fondo, è probabile che non sia offerta una migliore informazione al mercato e che il *rating*, pur con tutti i suoi palesi limiti, continui ad essere di fatto tenuto in considerazione dagli investitori»). Cfr. altresì PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 473.

e gli intermediari, desiderosi di una disciplina non troppo restrittiva che consentisse loro di muoversi agevolmente. Si è così deciso di fare affidamento su forme di autodisciplina dei privati, che però si sono rivelate insufficienti e gravemente fallaci, tanto da richiedere l'intervento pubblico del legislatore.

La peculiarità delle agenzie di *rating*, che le contraddistinguono rispetto ad altri *market gatekeepers* più conosciuti, non sono state tenute nel debito conto e sono state, in definitiva, sottovalutate; si è così pensato che le agenzie di *rating* non necessitassero di una regolamentazione apposita, ritenendosi bastevole la normativa generale già esistente. Fino all'emanazione del Regolamento CE n. 1060 del 2009²⁴⁷ le agenzie di *rating* hanno, dunque, sostanzialmente svolto la loro attività in piena autonomia e senza vincoli particolari, se non quelli limitati a pochi settori nei quali già esisteva una disciplina comunitaria che poteva essere estesa anche a questi soggetti.

Tra i settori già interessati dall'intervento del legislatore europeo va ricordato, innanzitutto, quello relativo all'abuso di informazioni privilegiate ed alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), la cui disciplina è stata dettata dalla Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, n. 6 (Direttiva 2003/6/CE, in Gazzetta UE 12/04/2003, n. 96)²⁴⁸, entrata in vigore il giorno della pubblicazione nella G.U.U.E.. Tale direttiva si inserisce nell'alveo della

²⁴⁷ Per cui vedi il successivo § 4.

²⁴⁸ Tale Direttiva (art. 20) ha abrogato e sostituito la Direttiva del Consiglio n. 592 del 13 novembre 1989 (in Gazzetta UE 18/11/1989, n. 334) sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*).

creazione di un mercato unico dei servizi finanziari ed è stata emanata allo scopo di preservare l'integrità del mercato finanziario, garantendo il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e tutelando la fiducia del pubblico, per combattere gli abusi di mercato (attraverso l'abuso di informazioni privilegiate²⁴⁹ e la manipolazione del mercato²⁵⁰) al fine di assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari ed accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. In particolare, tale Direttiva sancisce il divieto per chiunque (persona fisica o giuridica) disponga di informazioni privilegiate (a motivo della sua qualità di membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente, ovvero a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni, ovvero in virtù delle proprie attività criminali) di utilizzare tali informazioni acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono; qualora si tratti di persone giuridiche, il divieto si applica anche alle persone fisiche che partecipano alla decisione di procedere all'operazione per conto della persona giuridica in questione (art. 2). Gli Stati membri vietano ai predetti soggetti: a) di comunicare informazioni privilegiate ad un'altra persona se non nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni; b) di raccomandare ad un'altra persona di acquisire o cedere o di indurre

²⁴⁹ Per la definizione di "informazione privilegiata" si veda l'art. 1 n. 1) della Direttiva.

²⁵⁰ Per la definizione di "manipolazione del mercato" si veda l'art. 1 n. 2) della Direttiva.

un'altra persona ad acquisire o cedere, in base a informazioni privilegiate, strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono (art. 3). Le predette disposizioni si applicano anche a qualsiasi persona, diversa da quelle sopra indicate, in possesso di informazioni privilegiate, che sappia o che avrebbe dovuto sapere trattarsi di informazioni privilegiate (art. 4). Viene sancito altresì il divieto per qualsiasi persona fisica o giuridica di porre in essere manipolazioni del mercato (art. 5).

La Direttiva della Commissione del 22 dicembre 2003, n. 125 (Direttiva 2003/125/CE, in Gazzetta UE 24/12/2003, n. 339), recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse, al considerando n. 10 afferma che «[l]e agenzie di rating del credito emettono pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una determinata data. In se stessi tali pareri non costituiscono una raccomandazione ai sensi della presente direttiva. Tuttavia, le agenzie di rating del credito dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i rating di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro rating di credito si riferiscono». Non si tratta, quindi, di una disposizione vincolante.

Le agenzie di *rating* erano, invece, soggette alla disciplina della Direttiva 2004/39/CE (c.d. Direttiva MIFID), nell'ipotesi in cui prestassero servizi finanziari accessori a quelli di *rating*.

Riferimenti ai *rating* esterni si rinvengono, inoltre, nella Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione) del 14 giugno 2006, n. 48 (Direttiva 2006/48/CE, in Gazzetta UE 30/06/2006, n. 177)²⁵¹, volta al recepimento in sede europea della normativa dell'accordo Basilea II, transitata nell'ordinamento italiano con il d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, convertito in legge 23 febbraio 2007, n. 15, che ha modificato l'art. 53 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (T.U.B.).

La valutazione del merito di credito assume altresì rilevanza nella materia disciplinata dalla Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (rifusione) del 14 giugno 2006, n. 49 (Direttiva 2006/49/CE, in Gazzetta UE 30/06/2006, n. 177), recepita sempre con il d.l. 27 dicembre 2006, n. 297.

La possibilità di affidare all'autoregolamentazione la correttezza dell'informazione contenuta nelle valutazioni fornite dalle agenzie di *rating*, soprattutto attraverso il ricorso a (quello che avrebbe dovuto essere) lo strumento

²⁵¹ Il riferimento più significativo si rinviene nel considerando n. 39, che così recita: «Nell'utilizzo di stime sia esterne che interne degli enti creditizi ovvero di rating interni, occorre tener conto del fatto che attualmente solo questi ultimi sono elaborati da una entità – lo stesso ente finanziario – che è sottoposta ad una procedura comunitaria d'autorizzazione. In caso di rating esterni, si fa ricorso ai prodotti delle cosiddette agenzie di rating riconosciute che nella Comunità non sono attualmente sottoposte a una procedura d'autorizzazione. Vista l'importanza dei rating esterni ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali nel quadro della presente direttiva, è necessario che la futura e appropriata procedura di autorizzazione e di supervisione per le agenzie di rating sia tenuta sotto esame».

deterrente del capitale reputazionale, si è rivelata essere una mera utopia²⁵².

La credibilità delle agenzie di *rating* è stata messa in discussione negli ultimi anni da una serie di crisi e di *default* che hanno acceso i riflettori sul ruolo dalle medesime svolto nell'attuale configurazione dei mercati finanziari, sulle loro responsabilità e sulla necessità di predisporre un'apposita disciplina normativa.

²⁵² A proposito della possibilità di perseguire l'obiettivo della corretta informazione attraverso strumenti di autoregolamentazione R. RORDOF, *op. cit.*, p. 774 afferma (anche se non con specifico riferimento al tema delle agenzie di *rating*) che «l'autoregolamentazione è in grado di dare reali vantaggi solo quando riesce a coordinarsi armonicamente con le fonti primarie dell'ordinamento generale (leggi, regolamenti emanati da autorità di vigilanza, ecc.) ritagliandosi un proprio spazio negli interstizi che quell'ordinamento è opportuno le garantisca. Il suo ruolo può essere complementare, ma *non sostitutivo* [corsivo di chi scrive], e men che mai antagonistico, rispetto alla regolamentazione pubblica. Un eccesso di autoreferenzialità rischierebbe, prima o poi, di metterne a nudo la congenita mancanza di adeguati mezzi di controllo e di coercizione: perché affidare l'efficacia della norma al solo timore che la violi possa incorrere nella riprovazione dei consociati si rivela spesso un'utopia bella e buona, capace in qualche misura di inverarsi solo all'interno di un quadro di riferimenti generali ben più solidamente presidiato».

4.1. La prima risposta normativa europea: il Regolamento CE n. 1060 del 2009 ²⁵³

A livello comunitario, la prima risposta normativa è stata data con l'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito (in G.U.U.E. n. L 302 del 17/11/2009), entrato in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione. Attraverso l'emanazione di tale Regolamento si è inteso istituire, anche in ambito europeo, un quadro di regolamentazione eteronomo e vincolante delle agenzie di *rating* del credito, sulla scia della regolamentazione di stampo statunitense.

Il percorso che ha condotto il legislatore comunitario ad adottare una regolamentazione delle agenzie di *rating* e dell'attività dalle medesime svolta è nient'affatto lineare, una piccola danza di passi avanti e passi indietro²⁵⁴. Occorre allora dar brevemente conto dei passaggi più significativi.

La prima volta che la Commissione europea ha analizzato la questione delle problematiche sollevate dall'attività delle agenzie di *rating* è stato nel 2002, all'alba del *crack* Enron, in occasione del Consiglio ECOFIN informale di Oviedo. Nel documento approntato

²⁵³ Un'ampia ed approfondita ricostruzione del percorso normativo seguito dalle istituzioni europee si può leggere in DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Cedam, 2012, pp. 108 ss..

²⁵⁴ Sul percorso, tutt'affatto che lineare, che ha portato il legislatore europeo all'adozione del regolamento in discorso cfr. altresì SCARONI C., *op. cit.*, pp. 787 ss.; PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., pp. 80 ss.; TONELLO M., *op. cit.*, p. 938 ss.

per l'occasione²⁵⁵ la Commissione individuava un elenco di cinque problematiche fondamentali, aventi rilevanza politica internazionale; nell'elenco figura, all'ultimo punto (insieme a: 1. Informativa finanziaria; 2. Controllo legale dei conti; 3. Governo societario; 4. Trasparenza del sistema finanziario internazionale), l' "Attività degli analisti finanziari e ruolo delle agenzie di rating". Con specifico riferimento alle agenzie di *rating*, la Commissione proponeva di adottare alcuni provvedimenti; nello specifico, «[s]i dovrebbe compiere una valutazione politica intersettoriale, riguardante in particolare: • I contributi potenziali ed effettivi di queste agenzie per la valutazione dell'affidabilità creditizia; • L'opportunità di prendere in considerazione la possibilità di un intervento normativo in questo settore».

Successivamente il Parlamento europeo, in una Relazione del gennaio 2004²⁵⁶, avanzava una proposta di risoluzione sul ruolo ed i metodi delle agenzie di *rating*, individuando i motivi che avevano fatto sorgere in Europa la questione della regolamentazione delle agenzie di *rating*²⁵⁷.

²⁵⁵ Nota per il Consiglio ECOFIN informale di Oviedo del 12 e 13 aprile 2002, *Una prima risposta dell'Unione Europea alle questioni politiche sollevate dal caso Enron*, disponibile all'indirizzo

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/enron/ecofin_2004_04_enron_it.pdf.

²⁵⁶ Parlamento europeo, Commissione per i problemi economici e monetari, *Relazione sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating* (2003/2081 (INI)), 29 gennaio 2004, disponibile all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A5-2004-0040&language=IT#title2>.

²⁵⁷ In particolare, «[i] motivi sono i seguenti: (a) per il fatto che la struttura dell'industria di rating è diventata estremamente oligopolistica (in realtà, per quanto riguarda i suoi aspetti globali, è

Alla Relazione del Parlamento europeo faceva seguito a brevissima distanza, nel febbraio 2004, la *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating*²⁵⁸, in cui il Parlamento europeo, riconosciuta la

essenzialmente duopolistica dato che consiste nella coppia Standard & Poor's and Moody's, entrambe di proprietà americana e fermamente impiantate negli Stati Uniti) e per il fatto che, in quanto leader dell'industria, queste due società stanno esercitando un enorme potere sui mercati. Va rilevato in questa sede che il carattere preminentemente americano delle agenzie e dei loro supervisori (SEC, Congresso statunitense) crea de facto un ampio squilibrio verso la parte americana, uno squilibrio creato non intenzionalmente, ma in grado tuttavia di turbare il regolare svolgimento dei mercati; (b) per il fatto che nonostante la loro prestazione professionale nell'insieme alquanto rispettabile, le agenzie di rating hanno subito alcuni rovesci spettacolari (di recente con i fallimenti del tutto inaspettati di Enron e Worldcom nonché con la recente crisi asiatica nel settore dei rating del 1997); (c) per il fatto che, dato che i rating di livello elevato sono diventati un presupposto legale per l'ammissibilità delle obbligazioni per i portafogli di investitori istituzionali e soprattutto fiduciari (ad esempio fondi pensionistici) – le agenzie sono diventate una parte fondamentale del meccanismo di regolamentazione dei mercati finanziari (anche se essi stessi non hanno cercato deliberatamente tale ruolo); (d) per il fatto che, nel corso della loro normale attività professionale sono emersi vari potenziali conflitti d'interesse, segnatamente: accesso privilegiato alle informazioni riservate; l'ottenimento di gran parte del loro reddito da onorari a loro versati dalle persone oggetto di valutazione e sviluppo di attività di consulenza complementari connesse con il rating di clienti specifici. Quest'ultimo aspetto del loro lavoro tende ad assumere proporzioni sempre più ampie dato che forme sempre più complesse di finanziamenti, quali le Collateralized Debt Obligations (titolarizzazione, etc.) emergono sui mercati moderni» (pp. 9-10).

²⁵⁸ *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating* (2003/2081 (INI)), 10 febbraio 2004, in *Gazzetta*

rilevanza e l'utilità dell'attività svolta dalle agenzie di *rating*²⁵⁹, tra le altre cose invitava la Commissione europea a presentare, entro il 31 luglio 2005, la sua valutazione sulla necessità di adeguate proposte legislative volte a trattare le questioni sollevate nella risoluzione stessa sul ruolo delle agenzie di *rating* (punto 18). In ogni caso, il Parlamento europeo dichiarava di respingere fermamente «qualsiasi tentativo d'intervento normativo in merito alla sostanza dei pareri espressi dalle agenzie, tramite i loro *rating* e altre dichiarazioni, per quanto riguarda l'affidabilità finanziaria dei debitori da esse valutati o il calendario di pubblicazione di siffatti *rating*; sottolinea la necessità di una totale libertà di espressione e di indipendenza delle agenzie da influenze politiche e commerciali» (punto 12), anche se riconosceva «che può rivelarsi difficile tracciare una linea di separazione tra la regolamentazione della procedura e quella concernente il contenuto e il parere» (punto 13).

La Commissione, nel marzo 2006 (ossia quando già si erano manifestate alcune gravi crisi, quali gli scandali Enron e Parmalat), provvedendo ad esaminare, su richiesta del Parlamento europeo, se fosse o meno necessario prevedere nuove proposte legislative al fine di regolamentare l'attività delle agenzie di *rating*, rispondeva negativamente²⁶⁰. Nonostante riconoscesse che «[l]e

ufficiale dell'U.e. C 97 del 22 aprile 2004, disponibile all'indirizzo [http://eur-](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:097E:0117:0121:IT:PDF)

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:097E:0117:0121:IT:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:097E:0117:0121:IT:PDF) o all'indirizzo

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P5-TA-2004-0080+0+DOC+XML+V0//IT>.

²⁵⁹ Cfr. *ivi*, punti 1 e 2.

²⁶⁰ *Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito* (2006/C 59/02), in Gazzetta ufficiale dell'U.e. C 59/2

agenzie di rating del credito svolgono un ruolo vitale sui mercati mondiali delle banche e dei valori mobiliari» (§ 1), la Commissione, convinta che le disposizioni contenute nella direttiva relativa agli abusi di mercato (Direttiva 2003/6/CE), nella direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) (Direttiva 2006/48/CE) e nella direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MIFID, Direttiva 2004/39/CE), associate all'autoregolamentazione che le agenzie avrebbero sviluppato sulla base del nuovo codice della IOSCO, costituissero un quadro normativo sufficientemente completo, atto a regolare l'attività delle agenzie di *rating*, perveniva alla conclusione per cui «attualmente non è necessaria alcuna nuova iniziativa legislativa. Uno dei principi fondamentali di cui alla comunicazione “Migliore regolamentazione” è che il ricorso alle soluzioni legislative debba avvenire solo quando tali soluzioni siano strettamente necessarie per il conseguimento di obiettivi politici generali. La Commissione è convinta che *l'utilità di una nuova iniziativa legislativa in questo settore sia ancora da dimostrare*»²⁶¹ [corsivo di chi scrive]. Un impianto normativo così scarno era stato sino ad allora tollerato in quanto si era sempre ritenuto che «le disposizioni vigenti, da un lato, intervenissero in due delle aree di maggiore criticità, dall'altro, che fungessero da efficace sostituto di una regolamentazione troppo dettagliata e pertanto scarsamente provvista di quella flessibilità che, nella regolazione dei mercati finanziari, appariva sempre

dell'11 marzo 2006, consultabile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0002:IT:PDF>.

²⁶¹ *Ivi*, punto 4 (Conclusione).

necessaria»²⁶². Ma non trascorse molto tempo che la questione tornò a ripresentarsi insistentemente.

Il dibattito sulla regolazione dell'attività delle agenzie di *rating* si è intensificato a seguito della preoccupante crisi della finanza globale manifestatasi a partire dal 2007. A seguito della grave crisi della finanza strutturata le istituzioni europee vengono, infatti, chiamate a confrontarsi nuovamente con il problema della regolazione delle agenzie di *rating* del credito. Questa volta la strada seguita è diversa: non più quella della autoregolamentazione, ma quella dell'intervento normativo²⁶³.

²⁶² PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., pp. 134-135.

²⁶³ Cfr. PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., pp. 263-265: «A prescindere da ogni altro discorso un dato però emerge chiaramente dalla crisi: l'insostenibilità del binomio tra valore regolamentare del *rating* e totale assenza di disciplina dello stesso. Se si intende conservare valore regolamentare al *rating* è necessario procedere alla sua regolazione; e, di converso, se si vuole mantenere l'assenza di regolazione, è necessario togliergli ogni valore legale (Enriques, 2010, sintetizza così il dilemma per i regolatori: "lascia o raddoppia?"). (...) La prima, più semplice e assai seducente opzione, sarebbe quella di togliere immediatamente valore regolamentare al *rating*, tornando per così dire alle origini, alla sua semplice funzione consulenziale per gli investitori. Si tratta però di soluzione più semplice da affermare che da praticare. Per un verso il *rating* è ormai così intimamente incorporato (*embedded*) nella regolamentazione finanziaria che il nodo non può essere sciolto in tempi rapidi. (...) Il problema di fondo, in realtà, è: le autorità di vigilanza hanno bisogno di poter fare affidamento su giudizi esterni in tema di rischiosità degli investimenti. Quindi, preso atto dei difetti del *rating*, con cosa possono essere sostituiti? Domanda alla quale ancora non è stata data una risposta efficace. (...) In altra prospettiva, infine, per tornare veramente alle origini non sarebbe

La *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*²⁶⁴, a fronte delle gravi carenze mostrate dalle agenzie di *rating* in occasione della crisi della finanza strutturata²⁶⁵, riconosce finalmente la necessità di superare

sufficiente negare valore regolamentare al *rating* e vietarne l'uso come indicatore esclusivo nei contratti privati; dovrebbe anche vietarsi il modello *issuers pay*, dal quale dipendono molti conflitti di interesse e al quale è legata l'insufficienza della sanzione reputazionale. Insomma, alle difficoltà operative si sommano perplessità sulla stessa opportunità di un tentativo di restaurare una supposta età dell'oro del *rating* che, comunque, lo si ricordi, era in ogni caso connotata dal carattere oligopolistico del relativo mercato. La conclusione, quindi, è che oggi regolare è necessario; quanto meno per il periodo di tempo necessario per ridurre la *over-reliance* nei *ratings* e per agevolare, se possibile, modelli alternativi di *business* e una maggiore apertura del mercato. E in questo senso, infatti, ci si muove da entrambi i lati dell'Atlantico».

²⁶⁴ COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 12 novembre 2008, COM(2008) 704 definitivo, 2008/0217 (COD), disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0704:FIN:IT:PDF>.

Il *Documento di lavoro dei servizi della Commissione che accompagna la proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del consiglio relativo alle agenzie di rating del credito. Sintesi della valutazione d'impatto*, Bruxelles, 12 novembre 2008, SEC(2008) 2746, è disponibile all'indirizzo [http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/a18c3ca3f8365c96c1257569005bfd5a/e4696def4e424691c12575060056070b/\\$FILE/15661-ADD2-08_IT.pdf](http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/a18c3ca3f8365c96c1257569005bfd5a/e4696def4e424691c12575060056070b/$FILE/15661-ADD2-08_IT.pdf).

²⁶⁵ Cfr. *ivi*, p. 2: «È opinione comune che le agenzie di rating del credito abbiano contribuito in modo significativo alle recenti turbolenze dei mercati sottostimando il rischio di credito degli strumenti finanziari strutturati. Esse avevano infatti dato a gran

il regime di autoregolamentazione basato sull'adesione volontaria delle agenzie al codice della IOSCO, che non sembra più costituire una soluzione adeguata ed affidabile alle carenze strutturali del settore²⁶⁶, ed opta finalmente per la soluzione legislativa. In particolare, lo strumento più adatto allo scopo viene individuato nel regolamento, che – si ricorda – è atto di diritto dell'Unione Europea avente portata generale, obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri (cfr. art. 288, comma 2 T.F.U.E.)²⁶⁷; il ricorso allo strumento del regolamento presenta indubbi vantaggi, in

parte dei subprime i rating massimi, sottovalutando pertanto chiaramente i gravi rischi inerenti a tali strumenti. Inoltre, quando le condizioni dei mercati sono peggiorate, le agenzie non hanno saputo adattare prontamente i propri rating. L'attuale crisi ha rivelato le carenze dei metodi e dei modelli utilizzati dalle agenzie di rating del credito. Una ragione di tali carenze può essere che tali agenzie operano in un mercato oligopolistico che offre incentivi limitati a competere sulla qualità dei rating prodotti. La qualità talora scarsa dei rating degli strumenti finanziari strutturati ha contribuito in modo considerevole alla crisi attuale. Sono inoltre emerse con evidenza carenze nella comunicazione tra le agenzie e gli utenti dei rating. Di conseguenza la fiducia dei partecipanti al mercato nelle agenzie di rating del credito e nell'affidabilità dei loro rating ne ha risentito».

²⁶⁶ *Ivi*, p. 3.

²⁶⁷ *Ivi*, p. 7: «La legislazione comunitaria sembra essere l'unica opzione in grado di proteggere sufficientemente gli investitori e i mercati finanziari europei dal rischio di condotta scorretta da parte delle agenzie di rating del credito. È necessario infatti un approccio uniforme per creare un quadro nel quale le autorità competenti degli Stati membri possano garantire che le agenzie di rating del credito applichino i nuovi obblighi in modo uniforme in tutta la Comunità. A causa dei suoi effetti diretti, un regolamento è lo strumento migliore per garantire un'impostazione coerente e uniforme in tutta l'Unione europea».

quanto permette di «evitare problemi di coordinamento e di *forum shopping* tra regimi regolamentari potenzialmente confliggenti»²⁶⁸, dettando «una normativa immediatamente applicabile in tutto il territorio comunitario e sottratta alla discrezionalità e ai ritardi che spesso hanno mostrato gli Stati membri nel recepire le normative finanziarie emanate in forma di direttiva»²⁶⁹.

Viene così, finalmente, emanato il Regolamento CE n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito (in G.U.U.E. n. L 302 del 17/11/2009), che è entrato in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella G.U.U.E. (salve le eccezioni indicate nell'art. 41)²⁷⁰. Il Regolamento n. 1060/2009 costituisce la prima risposta normativa europea *ad hoc* ai problemi sollevati dall'attività delle agenzie di *rating* del credito²⁷¹.

²⁶⁸ PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 475.

²⁶⁹ PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 475.

²⁷⁰ Il testo completo è disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>.

²⁷¹ Esprime contrarietà all'orientamento europeo, concretizzatosi nel Regolamento in esame, PARTNOY F., *Do away with rating-based rule*, in *Financial Times*, 9 luglio 2008, consultabile all'indirizzo <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2f2af9dc-4d5d-11dd-8143-000077b07658.html#axzz2e9lxxzwC>. Secondo SCARONI C., *op. cit.*, p. 789, nt. 52, «[l]'introduzione del Regolamento costituisce, senz'altro, una barriera all'ingresso nel mercato, già oligopolistico, delle agenzie di *rating*». Secondo SANNA P., *op. cit.*, p. 54 «[l]ast but not least, la previsione da parte del reg. n. 1060/2009 dei numerosi obblighi, relativi sia ai profili organizzativi che allo svolgimento dell'attività valutativa a carico delle agenzie intenzionate semplicemente a svolgere l'attività di

Il vero e proprio contenuto normativo del Regolamento n. 1060/2009 è preceduto da una lunga lista di Considerando (75 in tutto), dalla lettura dei quali emergono importanti indicazioni.

Innanzitutto, il legislatore europeo riconosce espressamente l'importanza del ruolo svolto dalle agenzie di *rating* del credito sui mercati mobiliari e bancari mondiali, sia perché contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti, sia perché i *rating* possono essere utilizzati come riferimento per il calcolo dei requisiti patrimoniali di enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazioni vita e non vita, etc. a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella loro attività di investimento: «[n]e consegue che i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori. È pertanto essenziale che le attività di rating del credito siano condotte nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale, affinché i rating utilizzati nella Comunità emessi da tali agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata» (Considerando n. 1). Il Regolamento CE n. 1060/2009 prende, dunque, vita a seguito della (probabilmente tardiva, ma per ciò non meno importante) presa di coscienza da parte delle istituzioni europee del grande rilievo che le agenzie di *rating* hanno assunto sui mercati mobiliari e bancari mondiali.

rating su base professionale (e non solo per emettere *rating* valevoli a “*fini regolamentari*») e, dunque, a conseguire la previa registrazione, potrebbe inoltre ulteriormente limitare la concorrenza, in un settore già caratterizzato da una forte impronta oligopolistica».

Il legislatore europeo riconosce, inoltre, gli errori commessi dalle agenzie di *rating* del credito in occasione della crisi della finanza globale e, di conseguenza, da un lato afferma la necessità di adottare misure volte a porre rimedio alle incapacità riscontrate, dall'altro richiama coloro che utilizzano i *rating* del credito ad una maggiore attenzione, evitando di affidarsi ciecamente a tali valutazioni e procedendo sempre con la massima attenzione alla propria analisi ed all'opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali *rating*²⁷² (Considerando n. 10)²⁷³.

²⁷² Rileva, però, SCARONI C., *op. cit.*, pp. 797-798 che «il Regolamento (e le sue successive proposte di modifica) costituisce il riconoscimento di un rinnovato credito dei regolatori sull'affidabilità dei giudizi emessi dalle agenzie che si conformino alle nuove regole tese, *in primis*, alla tutela degli investitori. Ciò può ampliare le aspettative che gli investitori ripongono su tali soggetti e aumentare il rischio che gli investitori percepiscano un'approvazione implicita, da parte dei regolatori medesimi, dei giudizi delle agenzie».

²⁷³ L'obbligo di diligenza posto in capo agli utilizzatori dei *rating* del credito si correla ad un obbligo di *disclosure* delle agenzie di *rating* di rendere pubbliche alcune informazioni (cfr. Considerando n. 25: «Le agenzie di rating del credito dovrebbero rendere pubbliche le informazioni relative alle metodologie, ai modelli e alle ipotesi principali di rating utilizzati nelle loro attività di rating. Il grado di dettaglio delle informazioni da rendere pubbliche riguardo ai modelli dovrebbe essere tale da fornire agli utilizzatori dei rating informazioni atte a consentire loro di usare la diligenza dovuta nel valutare se fare o meno affidamento su tali rating. Le informazioni da rendere pubbliche riguardo ai modelli non dovrebbero tuttavia rivelare informazioni commerciali sensibili o ostacolare seriamente l'innovazione»). Cfr. altresì considerando n. 38 e n. 40, sempre in materia di informazioni e comunicazioni che l'agenzia deve rendere pubbliche e sulle relative metodologie, al

Il quadro di norme riguardanti il miglioramento della qualità del *rating* deve essere comune, poiché altrimenti «vi è il rischio che gli Stati membri adottino misure divergenti a livello nazionale le quali avrebbero un impatto negativo diretto sul mercato interno e creerebbero ostacoli al suo buon funzionamento, perché le agenzie di rating del credito che emettono rating ad uso degli istituti finanziari della Comunità sarebbero soggette a regole diverse nei singoli Stati membri. Requisiti divergenti in materia di qualità dei rating potrebbero altresì determinare livelli diversi di tutela degli investitori e dei consumatori. Gli utilizzatori dovrebbero inoltre poter confrontare i rating emessi nella Comunità con i rating emessi a livello internazionale» (Considerando n. 11).

Con riguardo all'ambito di applicazione del Regolamento, il legislatore europeo afferma che è opportuno che esso si applichi «ai rating del credito emessi da agenzie di rating del credito registrate nella Comunità. Lo scopo principale del (...) regolamento è quello di tutelare la stabilità dei mercati finanziari e gli investitori. I “credit score” (punteggi sull'affidabilità creditizia), i sistemi di “credit scoring” o valutazioni analoghe inerenti a obblighi derivanti dalle relazioni con i consumatori e i rapporti commerciali o industriali non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione del presente regolamento» (Considerando n. 7). Per le medesime ragioni di tutela, «[è] auspicabile prevedere l'utilizzazione a fini regolamentari all'interno della Comunità di rating del credito emessi nei paesi terzi solo se conformi a requisiti altrettanto rigorosi quanto quelli stabiliti dal presente regolamento» (Considerando n. 13). Inoltre, il

fine di accrescere il patrimonio di conoscenze degli utilizzatori del *rating*.

Regolamento «non dovrebbe incidere sull'utilizzazione dei rating da parte di persone diverse da quelle menzionate nel (...) regolamento» (Considerando n. 12), «non dovrebbe applicarsi ai rating prodotti da un'agenzia di rating del credito in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e che non sono destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento» (Considerando n. 19) e «[l]a ricerca e le raccomandazioni in materia di investimenti ed altri eventuali pareri in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria non dovrebbero essere considerati rating del credito» (Considerando n. 20).

Il Regolamento si occupa poi di *rating* non sollecitati (Considerando n. 21), conflitti di interesse e *governance* societaria (Considerando n. 22, nn. 26-30, n. 33), metodologie di *rating* impiegate (Considerando n. 23, n. 34, n. 37), qualità dei *rating* (Considerando n. 35), trasparenza del *rating* (Considerando n. 39), *rating shopping* (Considerando n. 41).

Importante novità introdotta dal Regolamento del 2009 è la previsione dell'obbligo di registrazione delle agenzie di *rating* che vogliono emettere *rating* da utilizzare a fini regolamentari nella Comunità²⁷⁴, allo scopo di

²⁷⁴ Cfr. SACCO GINEVRI A., *Le agenzie di rating*, cit. p. 123: «il Regolamento non limita la capacità di investimento degli investitori (siano essi soggetti privati oppure vigilati), nel senso che non è impedito *tout court* l'investimento in prodotti finanziari che non siano dotati di *rating* conformi al Regolamento; si è tuttavia deciso di limitare l'utilizzo a "fini regolamentari" esclusivamente dei *rating* emessi nel rispetto del Regolamento».

PERASSI M., *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in *Anal giur. econ.* 2012, 2, p. 414 rileva che «[l]a valenza regolamentare assegnata ai *ratings* emessi dalle

«garantire un livello elevato di fiducia degli investitori e dei consumatori nel mercato interno» (Considerando n. 43)²⁷⁵.

Nella parte conclusiva si trova poi una lunga serie di Considerando in materia di procedura di registrazione delle agenzie di *rating*, attività di vigilanza sulle agenzie di *rating* e cooperazione tra le varie autorità competenti e con le autorità competenti di Paesi terzi, sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni del regolamento (Considerando n. 66), responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito (Considerando n. 69).

Venendo al contenuto normativo vero e proprio, il Regolamento, nella sua versione originaria, si compone di 41 articoli (suddivisi in cinque Titoli), che dettano una serie di disposizioni generali, e di 2 allegati, che contengono le istruzioni di dettaglio. Il Titolo I (“Oggetto, ambito di applicazione e definizioni”) chiarisce qual è l’oggetto del Regolamento ed il suo ambito di applicazione e fornisce le definizioni dei termini e delle espressioni più rilevanti; il Titolo II (“Emissione di rating del credito”) detta una serie di disposizioni che le agenzie di *rating* soggette al Regolamento sono tenute a rispettare nello svolgimento della propria attività; il Titolo III (“Vigilanza delle attività di rating del credito”) delinea la procedura di registrazione delle agenzie di *rating* (Capo I), attribuisce al CESR ed alle singole autorità nazionale competenti

agenzie debitamente registrate esalta la funzione di *gatekeeping* nell’accesso ai mercati finanziari dell’attività delle stesse agenzie».

²⁷⁵ Chiarisce il Considerando n. 44: «Il presente regolamento non dovrebbe sostituire la procedura stabilita per il riconoscimento delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito (“ECAI”), a norma della direttiva 2006/48/CE. Le ECAI già riconosciute nella Comunità dovrebbero fare domanda di registrazione a norma del presente regolamento».

compiti di vigilanza (Capo II), detta obblighi di cooperazione tra le autorità competenti (Capo III) e disposizioni volte a favorire la cooperazione con i Paesi terzi (Capo IV); il Titolo V (“Sanzioni, procedura del comitato, relazione e disposizioni transitorie e finali”) contiene le disposizioni conclusive in materia di sanzioni connesse alla violazione del Regolamento, modifica degli allegati, procedura di comitato, relazioni e disposizioni transitorie e finali. Completano il Regolamento due allegati (che possono essere modificati dalla Commissione secondo la procedura indicata all’art. 37): il primo (Allegato I), intitolato “Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse”, contenente disposizioni in merito ai requisiti organizzativi richiesti alle agenzie di *rating* (Sezione A), disposizioni in merito ai requisiti operativi richiesti alle agenzie di *rating* (Sezione B), disposizioni in materia di analisti di *rating* e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di *rating* del credito (Sezione C), disposizioni in materia di presentazione dei *rating* del credito (Sezione D), disposizioni in merito alle informazioni che le agenzie di *rating* sono tenute a divulgare (Sezione E); il secondo (Allegato II), intitolato “Informazioni da fornire nella domanda di registrazione”, contenente un elenco delle informazioni che le agenzie di *rating* devono fornire ai fini della registrazione.

Il Regolamento CE n. 1060/2009 ha successivamente subito modificazioni di rilievo, in particolare ad opera dei due successivi Regolamenti UE n. 513/2011 e n. 462/2013. In considerazione delle importanti modifiche apportate al testo normativo originario, si procederà nel modo seguente. Verranno esaminati, nell’ordine, il Regolamento UE n. 513/2011 ed il Regolamento UE n. 462/2013, mettendo in evidenza le linee di intervento che, nell’un caso e nell’altro, il legislatore europeo ha inteso seguire.

Una volta chiarito in quale direzione si è mosso l'intervento normativo europeo, ci si soffermerà ad analizzare il testo del Regolamento CE n. 1060/2009 nella versione risultante a seguito delle modifiche ed attualmente vigente.

4.2. (segue) Il Regolamento UE n. 513 del 2011

Il Regolamento CE n. 1060/2009, pur costituendo una svolta importante nel panorama normativo europeo, ha ben presto mostrato alcune debolezze, che hanno richiesto un nuovo intervento del legislatore europeo.

Nel giugno 2010 viene così presentata una proposta di modifica del Regolamento CE n. 1060/2009²⁷⁶, emanato meno di un anno prima.

Il punto centrale della modifica risiede nell'introduzione di una vigilanza centralizzata sulle agenzie di *rating* del credito che operano nell'Unione Europea²⁷⁷. Il testo originario del Regolamento CE n.

²⁷⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 2 giugno 2010, COM(2010) 289 definitivo, 2010/0160 (COD), disponibile all'indirizzo [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2010\)0289_/com_com\(2010\)0289_it.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2010)0289_/com_com(2010)0289_it.pdf).

²⁷⁷ Cfr. *ivi*, p. 5, par. 4.3.: «Il regolamento sulle agenzie di rating del credito deve essere rivisto al fine di introdurre una vigilanza centralizzata sulle agenzie di rating del credito che operano nell'UE. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati si assumerà la competenza generale negli ambiti relativi alla registrazione e alla vigilanza continuativa delle agenzie di rating del credito registrate, nonché riguardo alle problematiche concernenti i rating emessi da agenzie di rating stabilite in paesi

1060/2009 aveva, infatti, disegnato un sistema di vigilanza basato non su un'unica autorità, ma su collegi di autorità competenti degli Stati membri, anche se la decisione finale rimaneva pur sempre prerogativa dell'autorità competente dello Stato membro d'origine. Tale frammentazione aveva sollevato numerose critiche da parte della dottrina.

L'esigenza di ridisegnare il sistema di vigilanza delineato nel 2009, individuando un'autorità in capo alla quale centralizzare le funzioni di vigilanza delle agenzie di *rating* del credito, viene presto avvertita anche dalle stesse istituzioni europee, in un'ottica che mira sia ad assicurare una vigilanza più efficace ed efficiente su soggetti che operano a livello transazionale, sia a semplificare la procedura di registrazione delle agenzie di *rating* del credito²⁷⁸. In particolare, la Commissione europea rileva

terzi che operano nell'UE a norma dei nuovi regimi di certificazione e avallo. È quindi necessario, nel corpo dell'intero testo, sostituire con il riferimento all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ogni eventuale riferimento alle autorità competenti cui è conferito il compito di registrare e vigilare sulle agenzie di rating del credito. Tuttavia, alcuni poteri specifici di sorveglianza relativi all'uso dei rating del credito continueranno ad essere esercitati dalle autorità nazionali competenti. Inoltre, continua a competere alla Commissione la facoltà di far osservare i trattati e in particolare il capo I del titolo VII del trattato sul funzionamento dell'Unione europea relativo alle regole di concorrenza, conformemente alle disposizioni adottate in applicazione delle regole stesse».

²⁷⁸ *Ivi*, par. 4.3.3.1, pp. 6-7: «Il trasferimento all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati delle competenze in materia di vigilanza dovrebbe consentire di affrontare in modo migliore, nel contesto UE, la sfida di assicurare una vigilanza efficace ed efficiente su quei soggetti che spesso sviluppano una presenza in diversi territori e producono un impatto transnazionale significativo. Di conseguenza, nel contesto della proposta vigilanza

come «la necessità di privilegiare una vigilanza centralizzata a livello UE delle agenzie di rating del credito non poggia solo su ragioni prettamente politiche. Vi sono infatti precise indicazioni concrete che palesano come un simile approccio meglio corrisponda alle modalità operative specifiche di questo settore: i) il servizio di rating è caratterizzato dalla mobilità, in quanto può essere facilmente fornito da diverse località (ad es.: un analista tedesco può lavorare nell'ufficio londinese di un'agenzia di rating del credito francese ed emettere un rating pertinente a un'impresa italiana); ii) occorre considerare l'impatto transfrontaliero dei rating sugli utenti che si trovano al di là del limite geografico di una particolare giurisdizione (ad es.: dei rating emessi da un'agenzia di rating del credito giapponese possono essere utilizzati da banche site in diversi Stati membri per il calcolo del capitale di rischio)»²⁷⁹.

centralizzata a livello UE, i collegi previsti per semplificare la cooperazione e la convergenza in materia di vigilanza non sono più necessari. L'istituzione dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati migliorerà e semplificherà la procedura di registrazione, rendendola più semplice (grazie all'eliminazione delle fasi di consultazione tra le autorità facenti parte del collegio e con il CESR) e consentendo di ridurre i tempi delle diverse fasi del processo di registrazione».

²⁷⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Documento di accompagnamento alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 2 giugno 2010, SEC(2010) 679, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2010:0679:FIN:IT:PDF>, pp. 2-3.

Anche in questo caso lo strumento più consono al raggiungimento del fine indicato viene individuato nel regolamento²⁸⁰.

Il Comitato economico e sociale europeo (CESE), consultato dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea in merito alla *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, ha adottato un parere²⁸¹ nel quale, tra le altre cose, ha ribadito la centralità del passaggio della sorveglianza dal livello nazionale a quello europeo (col conferimento della gran parte del potere di controllo all'ESMA²⁸² sulle agenzie registrate in Europa, così come per quelle appartenenti ad altri Paesi ma che operano in Europa: § 3.3.1), condividendo la proposta della Commissione per quanto attiene lo spostamento della sorveglianza dal livello nazionale a quello europeo (§ 4.1).

²⁸⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 2 giugno 2010, cit., p. 5.

²⁸¹ *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito»*, COM(2010) 289 definitivo — 2010/0160 (COD), (2011/C 54/12), Bruxelles, 8 dicembre 2010, in G.U.U.E. 19 febbraio 2011 C 54/37, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:054:0037:0041:IT:PDF>.

²⁸² L'ESMA (o AESFEM, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), è l'Autorità europea di vigilanza ed è stata istituita con il Regolamento UE n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio.

Infine, in data 11 maggio 2011, è stato adottato il *Regolamento UE n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011 recante modifica del regolamento CE n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*²⁸³, entrato in vigore, ai sensi dell'art. 2, il giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Le principali modifiche che il Regolamento UE n. 513/2011 apporta al testo originario del Regolamento CE n. 1060/2009 sono le seguenti:

i) l' "autorità competente dello Stato membro", il facilitatore e il CESR vengono sostituiti dall'ESMA (o AESFEM) in una serie di norme²⁸⁴;

ii) la domanda di certificazione è presentata dall'agenzia di *rating* del credito non più al CESR (Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari), ma all'ESMA (o AESFEM) (v. art. 5, par. 2);

iii) vengono meglio specificate le sanzioni irrogabili alle agenzie di *rating* (vedi nuovo Titolo IV);

iv) vengono aggiunti l'Allegato III (Elenco delle violazioni di cui all'articolo 24, paragrafo 1, e all'articolo

²⁸³ *Regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011 recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. L 145/30 del 31 maggio 2011, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:IT:PDF>.

²⁸⁴ Art. 4, par. 3, lett. b), c) e d); art. 5, par. 4, 7; art. 6, par. 3; art. 9; art. 10, par. 6; 11, par. 1 e 2; art. 14, par. 2, par. 3 comma 2, par. 4 e 5; art. 15; art. 16; art. 17; art. 18; art. 19; art. 20; art. 21; art. 22 *bis*; art. 23; artt. da 23 *bis* a 23 *sexies*; art. 24; art. 25; art. 26; art. 27; art. 30.

36 bis, paragrafo 1) e l'Allegato IV (Elenco dei coefficienti in funzione delle circostanze aggravanti o attenuanti per l'applicazione dell'articolo 36 bis, paragrafo 3);

v) tra le informazioni periodiche che l'agenzia di *rating* deve fornire viene aggiunto (nella sezione E, titolo II, punto 2, al primo comma) «c) un elenco dei rating del credito formulati nel corso dell'anno da cui risulti la percentuale di rating del credito non sollecitati».

In definitiva, tra le modifiche indicate, l'intervento che appare più significativo è la centralizzazione delle competenze in materia di registrazione e vigilanza delle agenzie di *rating* del credito in capo ad un unico soggetto responsabile (l'AESFEM, Autorità europea di vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati, o ESMA, *European Securities and Market Authority*)²⁸⁵, che ha portato la dottrina a parlare di «una vera e propria rivoluzione copernicana in materia di registrazione e vigilanza delle agenzie di *rating* del credito»²⁸⁶.

²⁸⁵ L'articolazione della vigilanza esterna sulle agenzie di *rating*, frammentaria e inefficiente per via di una ripartizione di competenze troppo complessa tra collegi di autorità nazionali e CESR, è stata definita dalla dottrina come «uno dei più gravi difetti della versione originaria del reg. CE n. 1060/2009» (PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, p. 55).

²⁸⁶ SANNA P., *op. cit.*, pp. 49-50.

Sull'analisi della scelta compiuta dal legislatore europeo nell'istituzione di un regolatore unico per il *rating* del credito v. PERASSI M., *op. cit.*, pp. 407 ss..

4.3. (segue) Il Regolamento UE n. 462 del 2013

L'intervento normativo del 2011, pur avendo affrontato uno dei punti che era stato indicato tra quelli che presentavano maggiori criticità (ossia le predisposizione di un sistema di registrazione e vigilanza delle agenzie di *rating* del credito eccessivamente frammentato), non si era occupato di altre importanti problematiche emerse con riferimento alla regolazione delle agenzie di *rating* del credito. Tra i problemi rimasti sul piatto, si segnalano soprattutto la mancanza di una disciplina cogente della responsabilità delle agenzie di *rating*, l'insufficienza dei rimedi apprestati per affrontare il problema del modello *issuer pays* ed i conflitti di interessi che ne derivano, nonché la mancanza di previsioni normative volte a ridurre l'eccessiva dipendenza (*over-reliance*) degli investitori e del sistema economico-finanziario nel suo complesso dai *rating* del credito.

È così che, a distanza di pochi mesi dall'approvazione del Regolamento UE n. 513/2011, viene presentata una nuova proposta di modifica del Regolamento CE n. 1060/2009. Nel testo della nuova Proposta di modifica²⁸⁷ si legge che il regolamento allora vigente, pur rappresentando una buona base di partenza, tuttavia non affronta tutte le questioni inerenti alle agenzie di *rating*²⁸⁸;

²⁸⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 15 novembre 2011, COM(2011) 747 definitivo, 2011/0361 (COD), disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0747:FIN:IT:PDF>.

²⁸⁸ *Ivi*, p. 2: «Pur costituendo una buona base, il vigente regolamento non ha tuttavia affrontato in misura sufficiente una

per questo si rende necessario un nuovo intervento del legislatore europeo, che operi una revisione mirata della normativa sulle agenzie di *rating* del credito.

Si giunge così alla emanazione del recente Regolamento UE n. 463/2013, approvato il 21 maggio 2013²⁸⁹, che ha apportato numerose modifiche all'originario Regolamento CE n. 1060/2009, ulteriormente integrando il quadro normativo in vigore per le agenzie di *rating* del credito²⁹⁰.

Seguendo lo schema contenuto nella Proposta di regolamento²⁹¹, e confrontandolo con il testo del

serie di questioni inerenti alle attività di rating del credito e all'uso dei rating. Si tratta, in particolare, di aspetti inerenti al rischio di eccessivo affidamento ai rating da parte dei partecipanti ai mercati finanziari, all'elevato grado di concentrazione nel mercato del rating, alla responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, ai conflitti d'interesse derivanti dal modello "issuer-pays" (pagamento da parte dell'emittente) e alla struttura azionaria delle agenzie di rating. Inoltre anche le peculiarità dei rating sovrani, manifestatesi nel corso dell'attuale crisi del debito sovrano, non sono state affrontate in maniera specifica nel quadro del vigente regolamento sulle agenzie di rating del credito».

²⁸⁹ Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. L 146/1 del 31 maggio 2013, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:IT:PDF>.

²⁹⁰ Per un primo commento al Regolamento UE n. 462/2013 cfr. CAVALIERI E., *op. cit.*, pp. 931 ss..

²⁹¹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 15 novembre 2011, COM(2011) 747 definitivo, 2011/0361 (COD), disponibile all'indirizzo <http://eur->

Regolamento UE n. 462/2013, le modifiche possono essere riassunte nelle seguenti categorie:

i) *estensione del campo di applicazione del regolamento al fine di considerare le prospettive dei rating*: viene esteso il campo di applicazione delle norme sui *rating* del credito per includere, ove appropriato, anche le prospettive dei *rating* (cfr. Allegato I, sez. D, parte II, punto 2, lett. f)^{292 293};

ii) *modifiche relative all'uso dei rating del credito*: vengono introdotti i nuovi articoli 5 *bis*, e 5 *ter* e 5 *quater*, volti a ridurre l'eccessivo affidamento ai *rating* del credito^{294 295};

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0747:FIN:IT:PDF, pp. 8 ss..

²⁹² Cfr. Considerando n. 7: «La rilevanza delle prospettive di rating per investitori ed emittenti e i loro effetti sui mercati sono analoghi a quelli dei rating del credito. Pertanto, è opportuno che tutti i requisiti di cui al regolamento (CE) n. 1060/2009 che mirano a garantire l'accuratezza, la trasparenza e l'assenza di conflitti di interesse delle attività di rating si applichino anche alle prospettive di rating. In base all'attuale prassi di vigilanza, una serie di disposizioni di tale regolamento si applicano anche alle prospettive di rating. Il presente regolamento dovrebbe chiarire le regole e garantire la certezza del diritto introducendo una definizione di prospettive di rating e chiarendo quali siano le disposizioni specifiche che si applicano a queste ultime. È opportuno che la definizione di prospettive di rating includa anche i giudizi relativi alla probabile evoluzione a breve termine di un rating del credito, comunemente nota come "credit watch"».

²⁹³ Pertanto il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito è adeguato in diverse parti: art. 3; art. 6, par. 1; arti. 7, par. 5; art. 8, par. 2; art. 10, paragrafi 1 e 2; allegato I, sezione B, punti 1, 3 e 7; sezione C, punti 2, 3 e 7; sezione D, parte I, punti 1, 2, 4 e 5 e sezione E, parte I, punto 3.

²⁹⁴ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento*

iii) *modifiche relative all'indipendenza delle agenzie di rating del credito*: vengono introdotti i nuovi articoli 6 bis e 6 ter²⁹⁶, volti a contrastare i conflitti di interesse

(CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, Bruxelles, 15 novembre 2011, cit., p. 9: «è opportuno osservare che la Commissione propone parallelamente l'introduzione di modifiche alla direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e alla direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, al fine di garantire che il principio di evitare un eccessivo affidamento ai rating del credito sia integrato anche nella legislazione nazionale che dà attuazione a tali direttive».

²⁹⁵ Cfr. Considerando nn. 5, 6, 8 e 9.

²⁹⁶ Sul meccanismo di rotazione cfr. Considerando nn. 12. e 13. e da 14 a 19.

Secondo LENER R. e RESCIGNO M., *op. cit.*, p. 369 «[l]a regola di rotazione sembra opportuna. Il *rating* non appare, infatti, un settore ove convenga favorire la fidelizzazione del cliente o pericolose tecniche di marketing. A livello europeo, del resto, essa è prevista anche per altro importante *gatekeeper*, il revisore, sia pur con termini e struttura diversi». Contraria alla rotazione obbligatoria delle agenzie di *rating* è, invece, PIERDICCHI M., *I rischi della regolamentazione dei rating*, 1° marzo 2012, in www.lavoce.info (<http://archivio.lavoce.info/articoli/pagina1002903-351.html>), secondo cui «[l]'obbligo di rotazione comprometterebbe la qualità dei rating, dato che ogni agenzia dovrebbe solo aspettare che arrivi il suo turno, e soprattutto la stabilità dei rating, che cambierebbero ogni qual volta cambia l'agenzia per effetto dell'applicazione di criteri differenti. Tutto ciò con ovvie conseguenze sulla capacità per le società europee di accedere ai mercati globali dei capitali». Sulle critiche espresse rispetto al sistema della rotazione (*rotation*) già prima dell'approvazione del nuovo regolamento v. anche GRANATA E., *op. cit.*, p. 391 ss..

Cfr. altresì BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere della Banca Centrale Europea del 2 aprile 2012 in merito alla proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e alla proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito*, CON/2012/24, 2012/C 167/03, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea C 167/2 del 13 giugno 2012, disponibile all'indirizzo http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_16720120613it00020014.pdf, § 3.4: «Sebbene la BCE sostenga l'intento della Commissione in relazione all'introduzione di una regola di rotazione, e cioè che rapporti d'affari duraturi con le medesime entità valutate potrebbero compromettere l'indipendenza dei rating, potrebbe essere necessario valutare potenziali conseguenze indesiderate. In primo luogo, sebbene una regola di rotazione dovrebbe contribuire alla prevenzione dei conflitti d'interesse derivanti dal modello "issuer-pays", dovrebbe evitarsi che la rotazione delle agenzie di rating del credito abbia un impatto negativo sulla qualità dei rating, in particolare dal momento che potrebbe esserci il rischio che i nuovi operatori facciano concorrenza offrendo rating esagerati o abbassando i prezzi. In secondo luogo, una regola di rotazione non dovrebbe condurre all'interruzione degli insiemi di dati, poiché ciò creerebbe problemi in relazione alla convalida dei modelli di rating. In terzo luogo, affinché tale disposizione sia efficace, è necessario garantire che vi sia una sufficiente scelta di agenzie di rating del credito che soddisfano i requisiti minimi, specialmente in relazione all'emissione di rating specifici, quali quelli in materia di prodotti finanziari strutturati. Pertanto, la determinazione dell'esatto numero di anni dopo i quali dovrebbe avvenire la rotazione potrebbe richiedere ulteriori analisi. Infine, l'interazione con la successiva valutazione del modello "issuer-pays" dovrebbe essere considerata anche sotto tale profilo».

inerenti al modello *issuer pays* ed alla struttura azionaria delle agenzie di *rating* del credito;

iv) *modifiche relative alla comunicazione di informazioni sulle metodologie delle agenzie di rating del credito, sui rating del credito e sulle prospettive dei rating*: vengono rafforzate le norme sulla comunicazione delle metodologie di *rating*, al fine di migliorare la qualità del processo di *rating* del credito²⁹⁷;

v) *modifiche in relazione ai rating sovrani*: vengono rafforzate le norme che si applicano specificamente ai *rating* sovrani, al fine di migliorare la qualità di tali *rating*²⁹⁸;

vi) *modifiche relative alla comparabilità dei rating del credito e alle provvigioni per rating del credito*: viene agevolata la comparabilità dei *rating* del credito ed assicurata una maggiore trasparenza sulle provvigioni applicate ai *rating* del credito per promuovere la

²⁹⁷ Cfr. art. 8, par. 5 *bis* e par. 7; art. 8, par. 6, lett. a *bis*; art. 22 *bis*, par. 3; all. I, sez. D, parte I, punto 2 *bis*. La proposta rende più stringenti anche altri obblighi di comunicazione per le agenzie di *rating* del credito: cfr. all. I, sez. D, parte I, punti 3 e 6.

Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter, *Aggiornamento normativo: le agenzie di rating e il regolamento n. 462 del 2013*, luglio 2013, pp. 3-4: «La finalità di queste norme è evidentemente quella di evitare shock improvvisi sul mercato, tanto quello del debito pubblico, quanto quelli di negoziazione di strumenti finanziari privati. La trasparenza sulle relazioni, la preventiva fissazione delle date di emissione dei rating e l'obbligo che tali date cadano di venerdì mirano a consentire agli operatori e agli investitori di prepararsi adeguatamente a notizie potenzialmente ed effettivamente – come si è verificato – minanti la stabilità dei mercati»

²⁹⁸ Cfr. art. 8, par. 5, comma 2; art. 8 *bis*; viene aggiunta una nuova parte III all'all. I, sez. D; all. I, sez. E, parte III, punti 3 e 7.

concorrenza nel mercato dei *rating* del credito e migliorare la qualità dei *rating*²⁹⁹;

vii) *modifiche relative alla responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*: viene introdotto il nuovo art. 35 *bis*, che espressamente disciplina la responsabilità civile delle agenzie di *rating*;

viii) *agenzie di rating del credito “certificate”*: vengono chiariti alcuni obblighi in relazione alle agenzie di *rating* del credito “certificate” stabilite in Paesi terzi³⁰⁰.

4.4. Il Regolamento CE n. 1060 del 2009 nella sua veste attuale

Delineato nei paragrafi precedenti l'*iter* seguito dalla più recente legislazione europea nella regolamentazione dell'attività delle agenzie di *rating*, non resta che esaminare nel dettaglio la disciplina risultante a seguito delle summenzionate modifiche.

L'articolo 1 (sostituito dall'art. 1, paragrafo 1, n. 1), Regolamento 21 maggio 2013, n. 462/2013) definisce l'oggetto del Regolamento, che consiste nella introduzione di «un'impostazione regolamentare comune per migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la correttezza gestionale e l'indipendenza delle attività di *rating* del credito, contribuendo alla qualità dei *rating* del credito emessi nell'Unione e al buon funzionamento del mercato interno, realizzando nel contempo un grado elevato di protezione dei consumatori e degli investitori. Esso

²⁹⁹ Cfr. art.11 *bis*; art. 21, par. 4 *bis*; all. I, sez. B, punto 3 *bis*; all. I, sez. E, parte II, punto 2, lett. a e punto 2, lett. a *bis*.

³⁰⁰ Cfr. art. 5, par. 8; art. 11, par. 2; art. 19, par. 1; art. 21, par. 4, lett. e.

stabilisce le condizioni per l'emissione dei rating del credito e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e alla condotta delle agenzie di rating del credito, azionisti e soci compresi, per promuovere l'indipendenza delle agenzie stesse, prevenire i conflitti di interesse e rafforzare la protezione di consumatori e investitori. Il presente regolamento stabilisce inoltre obblighi per gli emittenti, i cedenti e i promotori stabiliti nell'Unione riguardo agli strumenti finanziari strutturati»³⁰¹.

Il Regolamento ha un ambito di applicazione limitato, poiché non opera con riferimento a tutte le agenzie di *rating* del credito ed a tutti i *rating* dalle stesse rilasciati. La normativa comunitaria trova, difatti, applicazione limitatamente ai *rating* emessi dalle agenzie di *rating* del credito registrate nell'Unione e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento (art. 2, par. 1)³⁰².

³⁰¹ Tale articolo individua due esigenze fondamentali che debbono essere tutelate, che vengono individuate «nel buon funzionamento del mercato interno e nella garanzia di un elevato grado di protezione degli investitori. Si tratta di due esigenze che, pur afferendo a piani e livelli diversi, sono strettamente correlate, essendo l'una condizione dell'altra » (PIANESI L., *op. cit.*, p. 189).

³⁰² Il Regolamento non si applica invece (art. 2, par. 2): «a) ai rating privati prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento; b) ai “credit scores” (punteggio sull'affidabilità creditizia), ai sistemi di “credit scoring” o valutazioni analoghe inerenti a obblighi derivanti dalle relazioni con i consumatori e i rapporti commerciali o industriali; c) ai rating prodotti dalle agenzie per il credito all'esportazione in conformità del punto 1.3 della parte 1 dell'allegato VI della direttiva 2006/48/CE; o d) ai rating prodotti dalle banche centrali, e che: i) non sono pagati dall'entità valutata; ii) non sono comunicati al pubblico; iii) sono

L'ottenimento della registrazione è importante per le agenzie di *rating* del credito in quanto il Regolamento prescrive che determinati soggetti (ossia gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le imprese di riassicurazione, gli enti pensionistici aziendali o professionali, le società di gestione, le società di investimento, i gestori di fondi di investimento alternativi e le controparti centrali) possano utilizzare a fini regolamentari³⁰³ solo i *rating* del credito emessi da agenzie

emessi nel rispetto dei principi, delle norme e delle procedure che garantiscono l'integrità e l'indipendenza adeguate dell'attività di *rating* secondo quanto previsto dal presente regolamento; e iv) non riguardano strumenti finanziari emessi dalle banche centrali dei rispettivi Stati membri».

Secondo PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 135 «[l]a disciplina proposta sembra cogliere da subito l'essenza dei problemi regolamentari esposti finora in quanto limita il proprio campo di applicazione solo ai *rating* il cui utilizzo è normativamente imposto a determinate categorie di soggetti a fini di certificazione, restandone invece esclusi i *rating* privati, non comunicati al pubblico e non pagati dal soggetto valutato. In altri termini si ammette finalmente in modo espresso che solo i *rating* prescritti obbligatoriamente ai fini di conformità con le normative vigenti garantiscono alle agenzie la loro funzione di *gatekeeping* e la massima parte dei loro profittevoli affari, ma soprattutto forniscono loro una potente *regulatory license* e costituiscono il fertile terreno in cui possono generarsi ed assumere dimensioni considerevoli i conflitti di interessi».

³⁰³ Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. g), ai fini del Regolamento si intende per «g) "a fini regolamentari": l'utilizzo dei *rating* del credito allo scopo specifico di conformarsi al diritto dell'Unione o al diritto dell'Unione così come recepito dalla legislazione nazionale degli Stati membri».

La dottrina ha posto in evidenza come il significato della nozione «a fini regolamentari» non sia del tutto chiara. Sul punto si rinvia a

di *rating* del credito stabilite nell'Unione e registrate conformemente al regolamento (art. 4, par. 1).

È previsto altresì che un'agenzia di *rating* del credito stabilita nell'Unione e registrata conformemente al regolamento possa avallare un *rating* emesso in un paese terzo, ma solo se l'attività di *rating* finalizzata all'emissione del predetto *rating* soddisfa determinate condizioni, che assicurino la bontà del *rating* emesso dall'agenzia di *rating* del credito stabilita nel paese terzo (cfr. art. 4, par. 3). Un *rating* avallato è considerato un *rating* emesso da un'agenzia di *rating* del credito stabilita nell'Unione e registrata conformemente al regolamento; lo strumento dell'avallo non può essere utilizzato da un'agenzia di *rating* del credito stabilita nell'Unione e registrata per sottrarsi all'osservanza dei requisiti del regolamento (art. 4, par. 4). L'agenzia di *rating* del credito che avalla un *rating* emesso in un paese terzo è tenuta ad assumersi la piena responsabilità del *rating* in questione e dell'osservanza delle condizioni fissate dal regolamento (art. 4, par. 5).

Viene altresì prevista un'ipotesi in cui, al ricorrere di determinate condizioni, i *rating* emessi in un paese terzo possono essere utilizzati a fini regolamentari *ex art. 4, par. 1* senza essere avallati ai sensi dell'art. 4, par. 3 (v. art. 5, *Equivalenza e certificazione basata sull'equivalenza*).

Viene, inoltre, previsto che i *rating* del credito in ordine a entità stabilite in paesi terzi o a strumenti finanziari emessi in paesi terzi, emessi da un'agenzia di *rating* ivi stabilita, possano essere utilizzati nell'Unione a

fini regolamentari senza essere avallati ove ricorrano determinate condizioni, indicate nell'art. 5, par. 1³⁰⁴.

Alcune norme, introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013, mirano a ridurre l'affidamento ai *rating* del credito (cfr. artt. 5 *bis*, 5 *ter*, 5 *quater*). In particolare, l'art. 5 *bis* (rubricato *Eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie*), stabilisce che le entità di cui all'art. 4, par. 1, primo comma, effettuano la loro valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai *rating* del credito per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario (art. 5 *bis*, par. 1); il controllo è demandato alle autorità settoriali competenti incaricate della vigilanza delle entità (art. 5 *bis*, par. 2). L'art. 5 *ter* (rubricato *Affidamento ai rating del credito da parte delle Autorità europee di vigilanza e del Comitato europeo per il rischio sistemico*) limita i riferimenti al *rating* da parte dell'ABE (Autorità bancaria europea), dell'AEAP (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), dell'AESFEM e del CESR (Comitato europeo per il rischio sistemico), i quali non potranno far riferimento ai *rating* del credito ove tali riferimenti diano potenzialmente adito ad un affidamento

³⁰⁴ In particolare, occorre che: a) l'agenzia di *rating* del credito sia autorizzata o registrata e sia soggetta a vigilanza nel paese terzo in questione; b) la Commissione abbia deliberato ai sensi dell'art. 5, par. 6, riconoscendo l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo con i requisiti del Regolamento; c) siano operativi gli accordi di cooperazione di cui all'art. 5, par. 7; d) il *rating* emesso dall'agenzia di *rating* del credito e le sue attività di *rating* non rivestano un'importanza sistemica per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati finanziari di uno o più Stati membri; e) l'agenzia di *rating* del credito sia certificata in conformità dell'art. 5, par. 2.

esclusivo o meccanico ai *rating* del credito. Ancora, il nuovo art. 5 *quater* (rubricato *Eccessivo affidamento ai rating del credito nel diritto dell'Unione*) pone l'obiettivo di eliminare tutti i riferimenti ai *rating* del credito a fini regolamentari nel diritto dell'Unione entro il 1° gennaio 2020, a condizione che siano state identificate e attuate alternative adeguate alla valutazione del rischio di credito³⁰⁵.

Una serie di norme sono poi dettate al fine di garantire la bontà dei *rating* emessi, assicurando l'indipendenza delle agenzie in modo da evitare l'insorgere di conflitti di interesse che, inevitabilmente, inficerebbero le valutazioni delle agenzie. In particolare, «[u]n'agenzia di rating del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un rating del credito o della prospettiva di un rating non sia influenzata da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale, né da relazioni d'affari riguardanti l'agenzia che emette il rating del credito o la prospettiva di rating, i suoi azionisti, i suoi manager, i suoi analisti di rating, i suoi dipendenti o qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da

³⁰⁵ VELLA F., *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 331 afferma che «è giusto valorizzare le metodologie interne di valutazione in alternativa al rating, ma bisogna avere la consapevolezza che ciò comporta, oltre che una opportuna e più intensa responsabilizzazione, disponibilità di risorse, profondi cambiamenti organizzativi, modifiche strutturali e di *governance*, e in ultima istanza maggiori costi operativi. Si tratta, quindi, di un processo che va affrontato con la necessaria gradualità, in assenza della quale la immediata e drastica eliminazione del rating potrebbe fortemente indebolire lo scrutinio sui rischi degli emittenti e sulla qualità e il merito del credito».

un legame di controllo» (art. 6, par. 1); per assicurare questo obiettivo, l'allegato I, sezioni A (requisiti organizzativi) e B (requisiti operativi) detta una serie di obblighi ai quali le agenzie debbono adempiere (art. 6, par. 2). Al ricorrere di particolari condizioni, l'AESFEM può esentare un'agenzia di *rating* del credito dall'osservanza alcuni dei requisiti di cui all' allegato I, sezioni A e B (art. 6, par. 3).

Nuove norme sono state poi introdotte dal recente Regolamento UE n. 462/2013 in relazione ai *Conflitti di interesse nelle agenzie di rating del credito per quanto riguarda gli investimenti* (art. 6 *bis*, che impone una serie di divieti all'azionista o socio di un'agenzia di *rating* del credito che detenga almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto in tale agenzia di *rating* del credito o in una società che abbia il potere di esercitare il controllo o un'influenza dominante su tale agenzia di *rating* del credito rispetto alla partecipazione ed il controllo di altre agenzie di *rating*, se non appartenenti allo stesso gruppo) ed alla *Durata massima del rapporto contrattuale con un'agenzia di rating del credito* (art. 6 *ter*).

Già presente nella versione originaria del Regolamento ma leggermente modificato nel 2013, l'art. 7 (rubricato *Analisti di rating, dipendenti e altre persone che partecipano all'emissione dei rating*) detta delle norme che mirano, da un lato, a garantire che le persone fisiche coinvolte nell'attività di *rating* abbiano le competenze necessarie a svolgere la propria attività, dall'altro, a prevenire eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere in capo alle persone che partecipano all'attività di emissione del *rating* (in particolare, escludendole dai negoziati inerenti alle provvigioni o ai pagamenti con l'entità valutata, prevedendo un meccanismo di rotazione riguardo agli analisti di *rating* e alle persone che

approvano i *rating* definiti nella sezione C dell'allegato I, scollegando la loro retribuzione e la valutazione del loro rendimento dall'entità del fatturato che l'agenzia di *rating* del credito deriva dalle relative entità valutate). In merito alle disposizioni che riguardano nello specifico gli analisti di *rating* e le altre persone che partecipano direttamente alle attività di *rating* del credito il rinvio è all'allegato I, sezione C.

Importante ai fini dell'accuratezza della valutazione effettuata dalle agenzie è poi l'art. 8, il quale stabilisce che l'agenzia di *rating* deve adottare metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di *rating* accurati ed appropriate e li deve comunicare al pubblico³⁰⁶. Poiché l'accuratezza del *rating* dipende non solo dalle doti professionali degli analisti e dalla bontà delle metodologie utilizzate, ma anche dalla periodicità con il quale lo stesso viene rivisto, in modo da essere sempre attuale ed adeguato agli eventuali mutamenti delle condizioni dell'emittente e/o del mercato, il Regolamento prevede che le agenzie di *rating* del credito controllino i propri giudizi e li rivedano, insieme alle metodologie utilizzate, costantemente e con cadenza periodica.

Quattro nuovi articoli (artt. 8 *bis*-8 *quinquies*), introdotti nel 2013, si occupano di disciplinare la materia

³⁰⁶ Ma cfr. PIANESI L., *op. cit.*, p. 190, nt. 36: «La norma (...) allorché utilizza concetti indeterminati, specie con riferimento a parametri il cui rispetto sembra verificabile solamente *ex post* (come valutare, ad esempio, la sufficiente qualità delle informazioni o l'affidabilità delle fonti medesime, posto che spesso è proprio l'emittente la fonte principale dell'agenzia? Chi procede a tale valutazione?) lascia molti problemi aperti, specie in sede di controllo e verifica del comportamento delle agenzie, anche nell'ipotesi in cui queste vengano chiamate a rispondere del loro operato in sede risarcitoria».

dei *rating* sovrani (art. 8 *bis*)³⁰⁷, quella del *rating* degli strumenti finanziari strutturati (artt. 8 *ter*, rubricato *Informazioni sugli strumenti finanziari strutturati*, e 8 *quater*, rubricato *Doppio rating degli strumenti finanziari strutturati*)³⁰⁸ ed il ricorso, da parte dell'emittente o di un terzo collegato, a più agenzie di *rating* (art. 8 *quinquies*).

Importante sono poi le norme che disciplinano la comunicazione dei *rating* del credito (art. 10). Innanzitutto, le agenzie di *rating* sono tenute a comunicare «qualsiasi *rating* o prospettiva di *rating* del credito e

³⁰⁷ Oltre a quanto stabilito dall'art. 8 *bis*, l'art. 8, par. 5, comma 2 prevede che i *rating* sovrani debbano essere riesaminati almeno ogni sei mesi.

La materia dei *rating* sovrani è estremamente delicata. In materia cfr. LONGO M., *Ecco le sospette manipolazioni*, in *IlSole24Ore* del 14 ottobre 2012, p. 11; LONGO M., *Contro le manipolazioni servono nuove regole*, in *IlSole24Ore* del 13 novembre 2012, p. 12).

³⁰⁸ L'art. 8 *ter* prevede che prevede che l'emittente, il cedente e il promotore di uno strumento finanziario strutturato stabiliti nell'Unione rendano pubbliche le informazioni sulla qualità creditizia e le prestazioni delle attività sottostanti allo strumento finanziario strutturato, la struttura dell'operazione di cartolarizzazione, i flussi di cassa e le garanzie reali a sostegno delle esposizioni inerenti la cartolarizzazione e le informazioni necessarie a condurre prove di stress complete e ben documentate sui flussi di cassa e i valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti. A tal proposito DI VINCENZO M., *Società di rating: la minaccia fantasma. Verso una graduale erosione del loro potere*, in *Diritto e normativa finanziaria* 2013, 1, pp. 95-96 afferma: «Non si può fare a meno di notare un risvolto ambivalente della norma: se da un lato la *disclosure* di dati potrebbe favorire il calcolo di *rating* non richiesti da parte di altre agenzie, dall'altro l'intento di accaparrarsi nuova clientela potrebbe portare alla pubblicazione di *rating* meno rigorosi se non controbilanciati da un controllo delle metodologie».

qualsiasi decisione di abbandono di un rating su base non selettiva e in modo tempestivo. Nei casi di decisione di abbandono di un rating, le informazioni comunicate includono tutti i motivi alla base della decisione»³⁰⁹ (art. 10, par. 1). Con riferimento al delicato settore dei *rating* dei prodotti strutturati, è stabilito che «[q]uando un'agenzia di rating del credito emette rating aventi ad oggetto strumenti finanziari strutturati, garantisce che le categorie di rating che sono attribuite a strumenti finanziari strutturati siano differenziate chiaramente ricorrendo a un simbolo aggiuntivo che le distingue dalle categorie di rating utilizzate per tutte le altre entità, strumenti finanziari o obbligazioni finanziarie» (art. 10, par. 3). Relativamente ai *rating* non sollecitati (altro settore estremamente delicato che in passato ha dato luogo a problemi), le agenzie di *rating* del credito sono tenute a comunicare le proprie politiche e procedure (art. 10, par. 4); i *rating* non sollecitati devono essere corredati da precise informazioni e devono essere identificati come tali (art. 10, par. 5).

Le agenzie di *rating* debbono, inoltre, fornire al pubblico informazioni generali e periodiche (si tratta delle informazioni relative alle materie di cui all'all. I, sez. E, parte I); è istituito un registro centrale, creato dall'ESMA, presso il quale le agenzie di *rating* registrate o certificate mettono a disposizione informazioni sulle proprie *performance* storiche (art. 11).

Il nuovo art. 11 *bis* istituisce poi la *Piattaforma europea di rating*, che raccoglie i *rating* presentati all'ESMA ed incorpora il registro centrale di cui all'art. 11, par. 2; fanno eccezione i *rating* del credito o le

³⁰⁹ Le *Disposizioni in materia di presentazione dei rating del credito e delle prospettive di rating del credito* sono contenute nell'allegato I, sezione D.

prospettive di *rating* esclusivamente prodotti e comunicati agli investitori dietro il pagamento di una commissione. Le agenzie di *rating* sono altresì tenute a pubblicare, con cadenza annuale, una relazione di trasparenza comprendente le informazioni sulle materie di cui all'all. I, sez. E, parte III (art. 12).

Tutte le informazioni di cui agli artt. da 8 a 12 devono essere rese gratuitamente ed i costi relativi sono a carico delle agenzie di *rating* (art. 13).

Si consideri ora la procedura di registrazione delle agenzie di *rating* del credito (artt. 14 ss.), importante novità introdotta per la prima volta dal Regolamento CE n. 1060/2009 e sensibilmente modificata dal Regolamento UE n. 513/2011³¹⁰. L'attività di *rating* del credito deve

³¹⁰ La procedura di registrazione delle agenzie di *rating* del credito, così come disciplinata in origine dal Regolamento (CE) n. 1060/2009, risultava alquanto ferraginoso: essa, infatti, prevedeva il coinvolgimento di numerosi soggetti (CESR, autorità competenti di tutti gli Stati membri, facilitatore) nonché numerosi passaggi. Si riporta qui di seguito la procedura di registrazione come originariamente disciplinata; ovviamente, quando vengono indicati articoli tra parentesi, il riferimento è al testo degli articoli nella versione del 2009.

L'agenzia di *rating* che desiderava ottenere la registrazione doveva presentare la relativa domanda al CESR, corredata di tutte le informazioni di cui all'allegato II (art. 15, par. 1). Entro cinque giorni lavorativi dal ricevimento della domanda di registrazione, il CESR trasmetteva copie della domanda alle autorità competenti di tutti gli Stati membri; entro dieci giorni lavorativi dal ricevimento della domanda, il CESR forniva un parere all'autorità competente dello Stato membro di origine in merito alla completezza di detta domanda (art. 15, par. 4). Entro venticinque giorni lavorativi dal ricevimento della domanda, l'autorità competente dello Stato membro di origine ed i membri del collegio competente valutavano se essa fosse completa, tenendo conto del parere fornito dal CESR; se la domanda risultava incompleta, l'autorità competente dello

Stato membro di origine fissava una scadenza entro la quale l'agenzia di *rating* del credito doveva fornire le informazioni mancanti all'autorità ed al CESR ed informava i membri del collegio e il CESR di conseguenza; dopo aver accertato la completezza della domanda, l'autorità competente dello Stato membro di origine informava l'agenzia di *rating* del credito, i membri del collegio ed il CESR di conseguenza (art. 15, par. 5). Entro cinque giorni lavorativi dal ricevimento delle informazioni mancanti, il CESR trasmetteva tali informazioni alle autorità competenti diverse dalle autorità competenti degli Stati membri di origine (art. 15, par. 6). Una volta che la domanda di registrazione fosse stata presentata correttamente, la stessa doveva essere esaminata da parte delle autorità competenti. In particolare, entro sessanta giorni lavorativi (termine che poteva essere prorogato di ulteriori trenta giorni lavorativi, ai sensi dell'art. 16, par. 2) dalla notifica di cui all'articolo 15, paragrafo 5, secondo comma, l'autorità competente dello Stato membro di origine e le autorità competenti membri del collegio competente: a) esaminavano congiuntamente la domanda di registrazione e b) facevano quanto ragionevolmente in loro potere per raggiungere un accordo sulla concessione o sul rifiuto della registrazione all'agenzia di *rating* del credito in base all'osservanza, da parte di tale agenzia, delle condizioni stabilite nel presente regolamento. L'esame della domanda veniva coordinato dal facilitatore, il quale garantiva che i membri del collegio competente si scambiassero tutte le informazioni necessarie ai fini dell'esame (art. 16, par. 3). A seguito del raggiungimento dell'accordo sulla concessione o sul rifiuto della registrazione all'agenzia di *rating* del credito, l'autorità competente dello Stato membro di origine preparava una bozza di decisione pienamente motivata e la sottoponeva al facilitatore. Se l'accordo fra i membri del collegio competente non veniva raggiunto, l'autorità competente dello Stato membro di origine predispondeva una bozza di decisione di rifiuto pienamente motivata e basata sui pareri scritti dei membri del collegio che si opponevano alla registrazione, e la sottoponeva al facilitatore; i membri del collegio favorevoli alla registrazione predisponevano e sottoponevano al facilitatore una spiegazione dettagliata del loro parere (art. 16, par. 4). Entro sessanta giorni lavorativi dalla

essere sottoposta a vigilanza: a tal fine il Regolamento prevede l'obbligo di registrazione per le agenzie di *rating* del credito. Un'agenzia di *rating* del credito fa domanda di registrazione ai fini dell'art. 2, par. 1, purché sia una persona giuridica stabilita nell'Unione (art. 14, par. 1); la registrazione acquisisce efficacia per l'intero territorio dell'Unione europea dopo che la decisione di concessione della registrazione di un'agenzia di *rating* del credito adottata dall'ESMA ha acquisito efficacia (art. 14, par. 2). La domanda di registrazione, contenete le informazioni

notifica di cui all'articolo 15, paragrafo 5, secondo comma e, in ogni caso, entro novanta giorni lavorativi qualora si applicasse il paragrafo 2, il facilitatore comunicava al CESR una bozza di decisione di concessione o di rifiuto della registrazione, pienamente motivata e corredata della spiegazione dettagliata; entro venti giorni lavorativi dal ricevimento della predetta comunicazione, il CESR trasmetteva ai membri del collegio competente il proprio parere in merito all'osservanza, da parte dell'agenzia di *rating* del credito, dei requisiti previsti per la registrazione. Dopo il ricevimento del parere del CESR, i membri del collegio riesaminavano la bozza di decisione (art. 16, par. 5 e 6). L'autorità competente dello Stato membro di origine adottava una decisione di concessione o di rifiuto della registrazione pienamente motivata entro quindici giorni dal ricevimento del parere del CESR. Se l'autorità competente dello Stato membro di origine si discostava dal parere del CESR forniva motivazioni esaustive in merito. In assenza di parere del CESR, l'autorità competente dello Stato membro di origine adottava la sua decisione entro trenta giorni lavorativi dalla comunicazione al CESR della bozza di decisione di cui al paragrafo 5. In caso di costante disaccordo tra i membri del collegio competente, l'autorità competente dello Stato membro di origine adottava una decisione di rifiuto pienamente motivata, che identificava le autorità competenti dissenzienti e illustrava le loro opinioni (art. 16, par. 7). Una procedura simile era prevista per la registrazione di un gruppo di agenzie di *rating* (art. 17).

elencate nell'allegato II³¹¹, deve essere presentata all'ESMA (art. 15, par. 1)³¹². Entro venti giorni lavorativi dal ricevimento della domanda l'ESMA accerta che la stessa sia completa; nel caso in cui la domanda non sia completa, l'ESMA fissa una scadenza entro la quale l'agenzia di *rating* del credito deve fornire le informazioni mancanti. Dopo aver accertato la completezza della

³¹¹ Con riferimento alle informazioni che l'agenzia deve trasmettere all'ESMA al fine di ottenere la registrazione (v. Allegato II), PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 477 evidenzia «come al riguardo l'allegato II al regolamento prescriva unicamente la divulgazione di dati relativi alla struttura organizzativa, agli assetti proprietari, al tipo di attività che si intende prestare e alle metodologie utilizzate per svolgerla proficuamente. In ciò la regolazione europea si discosta da quella americana su due punti fondamentali: in primo luogo l'agenzia ha l'obbligo di divulgare le metodologie usate dall'agenzia per emettere e rivedere i rating, in secondo luogo la normativa europea non richiede il possesso di nessun requisito di carattere reputazionale, ma solo di tipo professionale e organizzativo».

³¹² Con riferimento alla procedura di registrazione PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 137 sottolinea « come il regolamento proposto non faccia alcun riferimento, tra i requisiti in base ai quali valutare l'idoneità dell'agenzia richiedente, alla reputazione già posseduta o all'attività già prestata all'interno del mercato del *rating*, che nell'esperienza americana costituisce la principale barriera all'ingresso del mercato. Questa mancata previsione è da valutare favorevolmente, in quanto pare rivelatrice di una reale intenzione di proporre modelli innovativi rispetto al passato e di incentivare la creazione di un mercato maggiormente concorrenziale. La normativa in esame, infatti, nel definire gli adempimenti gravanti sulle agenzie, si attiene a profili meramente tecnici, volti ad accertare in concreto l'adeguatezza strutturale e funzionale dell'agenzia, senza scadere apparentemente in alcuna considerazione avente una portata più velatamente politica ».

domanda, l'ESMA ne informa l'agenzia di *rating* del credito (art. 15, par. 4). Entro quarantacinque giorni lavorativi (prorogabili di altri quindici) dalla predetta notifica, l'ESMA esamina la domanda di registrazione dell'agenzia di *rating* del credito, tenendo conto del rispetto delle disposizioni del regolamento da parte dell'agenzia (art. 16, parr. 1 e 2); entro la scadenza di tale periodo (45 o 60 giorni lavorativi dalla notifica di cui all'art. 15, par. 4, secondo comma), l'ESMA adotta una decisione di registrazione o di rifiuto della registrazione debitamente motivata (art. 16, par 3); tale decisione ha efficacia a decorrere dal quinto giorno lavorativo dalla data dell'adozione (art. 16, par. 4)³¹³.

Il medesimo procedimento viene seguito per l'esame delle domande di registrazione presentate da un gruppo di agenzie di *rating* del credito (art. 17). Entro cinque giorni lavorativi dall'adozione di una decisione, l'ESMA notifica la sua decisione all'agenzia di *rating* del credito interessata, fornendo motivazioni esaustive della sua decisione ove rifiuti di registrare l'agenzia di *rating* del credito o revochi la registrazione dell'agenzia di *rating* del credito (art. 18, par. 1).

Le agenzie di *rating* sono tenute al pagamento di commissioni di registrazione e vigilanza, che vanno a coprire totalmente i costi sostenuti dall'ESMA per la registrazione, la certificazione e la vigilanza delle agenzie di *rating* del credito e per il rimborso dei costi eventualmente sostenuti dalle autorità competenti (art. 19).

³¹³ In data 3 giugno 2013 le agenzie di *rating* registrate o certificate in conformità al Regolamento CE n. 1060/2009 sono 37 (cfr. <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>; ultimo accesso 7 febbraio 2014). La prima agenzia di *rating* italiana ad ottenere la registrazione è stata CRIF Rating Agency, in data 22 dicembre 2011.

L'art. 20 disciplina invece la revoca della registrazione. In particolare, fatto salvo l'art. 24 (*Misure di vigilanza da parte dell'AESFEM*), l'ESMA revoca la registrazione a un'agenzia di *rating* del credito se quest'ultima: a) rinuncia espressamente alla registrazione o non ha emesso alcun *rating* nei sei mesi precedenti; b) ha ottenuto la registrazione presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; oppure c) non soddisfa più le condizioni cui è subordinata la registrazione. La revoca della registrazione può essere chiesta all'ESMA anche da parte di ciascuna autorità competente di uno Stato membro nel quale siano utilizzati *rating* emessi dall'agenzia di *rating* del credito e che reperi sussistere una delle predette condizioni. Se l'ESMA decide di non revocare la registrazione all'agenzia di *rating* del credito interessata, fornisce motivazioni esaustive in merito. La decisione di revoca della registrazione ha efficacia immediata in tutta l'Unione, fatto salvo il periodo transitorio per l'uso dei *rating* del credito di cui all'art. 24, par. 4.

Il Capo II del Titolo III (artt. 21 ss.) è dedicato alla vigilanza svolta dall'ESMA, ed è stato oggetto di profonde modifiche introdotte dal Regolamento UE n. 513/2011.

L'ESMA è l'autorità deputata al controllo circa l'applicazione delle disposizioni del regolamento (art. 21, par. 1). Ciascuno Stato membro è stato inoltre chiamato a designare, entro il 7 giugno 2010, un'autorità competente ai fini del regolamento (art. 22, par. 1). L'Italia ha designato la CONSOB³¹⁴.

³¹⁴ Cfr. art. 4 *bis* d.lgs. n. 58 del 1998 (T.U.F.), inserito dall'art. 1 del d.lgs. n. 176 del 2010. Il primo comma dell'art. 4 *bis* T.U.F. recita: « La Consob è l'autorità competente ai fini dell'applicazione delle disposizioni del regolamento (CE) n. 1060/2009 del

In ogni caso, nell'adempimento dei compiti loro assegnati, né l'ESMA, né la Commissione, né altre autorità pubbliche degli Stati membri interferiscono con il contenuto dei *rating* del credito o con le relative metodologie (art. 23). Le norme di cui agli artt. 23 *bis*-23 *sexies* (introdotte nel 2013) dettano una serie di regole che l'ESMA deve seguire nello svolgimento delle proprie funzioni. L'autorità competente di uno Stato membro, qualora ritenga che siano in atto o siano state compiute attività contrarie alle disposizioni del regolamento sul suo territorio o sul territorio di un altro Stato membro, informa l'AESFEM a riguardo nel modo più dettagliato possibile e, se lo ritiene opportuno a fini d'indagine, può anche suggerire all'AESFEM di valutare l'esigenza di avvalersi dei poteri di cui agli artt. 23 *ter* e 23 *quater* nei confronti dell'agenzia di *rating* del credito coinvolta in tali attività (art. 31).

Nel caso in cui il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA constati che un'agenzia di *rating* del credito ha commesso una delle violazioni elencate nell'allegato III, adotta una o più delle seguenti decisioni: a) revoca la registrazione dell'agenzia di *rating* del credito; b) vieta temporaneamente all'agenzia di *rating* del credito di emettere *rating* efficaci in tutta l'Unione, finché non sia posto fine alla violazione; c) sospende, con effetto in tutta l'Unione, l'uso a fini regolamentari di *rating* emessi da tale agenzia di *rating* del credito, finché non sia posto fine alla violazione; d) impone all'agenzia di *rating* del credito

Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito. A tale fine la Consob svolge i compiti indicati dal predetto regolamento, esercita i poteri e adotta le misure di vigilanza previsti dagli articoli 23, 24 e 25 del medesimo regolamento».

di porre fine alla violazione; e) emana comunicazioni pubbliche (art. 24, par. 1). Il consiglio delle autorità di vigilanza dell'AESFEM, nel prendere le suddette decisioni, tiene conto della natura e della gravità della violazione considerando i criteri seguenti: a) la durata e la frequenza della violazione; b) se tale violazione abbia evidenziato debolezze gravi o sistemiche nelle procedure, nei sistemi di gestione o nei meccanismi di controllo interno dell'impresa; c) se la violazione abbia favorito o generato un reato finanziario o se tale reato sia in qualche misura attribuibile all'avvenuta violazione; d) se la violazione sia stata commessa intenzionalmente o per negligenza (art. 14, par. 2).

Prima dell'adozione di qualsiasi decisione, è prevista l'audizione delle persone interessate da parte del consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA, il quale basa le sue decisioni solo sugli addebiti in merito ai quali le persone interessate dal procedimento hanno avuto la possibilità di esprimere il proprio punto di vista, eccetto il caso in cui sia necessario intraprendere un'azione urgente al fine di impedire danni ingenti e imminenti al sistema finanziario (in tal caso «il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA può adottare una decisione provvisoria e quanto prima possibile dopo averla adottata, dà modo alle persone interessate dal procedimento di essere sentite») (art. 25, par. 1). Nel corso del procedimento sono pienamente garantiti i diritti di difesa delle persone interessate dal procedimento (art. 25, par. 2).

Gli artt. 26 e 27 dettano una serie di norme volte a disciplinare i rapporti tra l'AESFEM, autorità competenti e autorità settoriali competenti, prevedendo obblighi di cooperazione (art. 26) e lo scambio di informazioni (art. 27).

Se necessario ai fini del corretto esercizio di un'attività di vigilanza, l'ESMA può delegare specifici compiti di vigilanza all'autorità competente di uno Stato membro (art. 30, par. 1). La delega dei compiti non modifica comunque la responsabilità dell'ESMA e non ne limita la capacità di svolgere e verificare l'attività delegata; le responsabilità di vigilanza, incluse le decisioni relative alla registrazione, le valutazioni finali e le decisioni sul seguito da dare alle infrazioni non sono delegabili (art. 30, par. 4).

Il segreto professionale si applica all'ESMA, alle autorità competenti e a tutte le persone che lavorano o hanno lavorato per l'ESMA, e per le autorità competenti o per qualsiasi persona cui l'ESMA ha delegato compiti, compresi i revisori e gli esperti incaricati dall'ESMA (art. 32).

Un nuovo importante titolo è stato poi inserito dal Regolamento UE n. 462/2013: si tratta del Titolo III *bis* sulla *Responsabilità civile* delle agenzie di *rating* del credito, al quale ci limita in questa sede a fare cenno in quanto sarà oggetto di approfondimento nel capitolo successivo, al quale si rinvia.

Oltre alle sanzioni della responsabilità civile, sono previste altresì sanzioni di natura amministrativa, che sono di due tipi: sanzioni amministrative pecuniarie (art. 36 *bis*) e sanzioni reiterate (art. 36 *ter*). Tali sanzioni costituiscono titolo esecutivo (art. 36 *quinquies*, par. 3). Ai sensi dell'art. 36, par. 1 «[g]li Stati membri stabiliscono norme relative alle sanzioni amministrative pecuniarie da applicare in caso di violazione dell'articolo 4, paragrafo 1, e adottano tutte le misure necessarie per garantirne la loro attuazione. Le sanzioni previste sono efficaci, proporzionate e dissuasive». Ai sensi dell'art. 36 *bis*, se il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA constata che un'agenzia di

rating del credito ha commesso intenzionalmente o per negligenza una delle violazioni elencate nell'allegato III, prende la decisione di imporre una sanzione amministrativa pecuniaria; si considera che una violazione sia stata commessa intenzionalmente da un'agenzia di *rating* del credito se l'ESMA scopre fattori oggettivi che dimostrano che l'agenzia di *rating* del credito o i suoi alti dirigenti hanno agito deliberatamente per commettere tale violazione (art. 36 *bis*, par. 1). L'importo di base delle sanzioni pecuniarie varia a seconda del tipo di violazione commessa, collocandosi al livello più basso, intermedio o più alto delle soglie indicate nella norma a seconda del fatturato annuo dell'agenzia di *rating* del credito interessata nell'esercizio sociale precedente (in particolare, si distingue a seconda che il fatturato annuo sia i) inferiore a 10 milioni di euro, oppure ii) compreso tra 10 e 50 milioni di euro o, al livello più alto, iii) superiore a 50 milioni di EUR) (art. 36 *bis*, par. 2). Gli importi di base così definiti possono essere adeguati, se del caso, in funzione delle circostanze aggravanti o attenuanti secondo i coefficienti pertinenti definiti nell'allegato IV (art. 36 *bis*, par. 3). Infine, «[i]n deroga ai paragrafi 2 e 3, la sanzione pecuniaria non supera il 20% del fatturato annuo dell'agenzia di *rating* del credito interessata nell'esercizio precedente, e in caso l'agenzia di *rating* del credito abbia tratto, direttamente o indirettamente, un beneficio finanziario dalla violazione commessa, la sanzione pecuniaria è almeno pari all'importo del beneficio finanziario. Se un'azione o un'omissione compiuta da un'agenzia di *rating* del credito costituisce più di una violazione elencata di cui all'allegato III, si applica solo la sanzione pecuniaria maggiore, calcolata conformemente ai paragrafi 2 e 3, relativa ad una di queste violazioni» (art. 36 *bis*, par. 4).

Il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA può inoltre imporre, mediante decisione, una sanzione reiterata volta ad obbligare un'agenzia di *rating* del credito o la persona di cui all'articolo 23 *ter*, par. 1 a tenere determinati comportamenti (art. 36 *ter*, par. 1). In ogni caso, prima di imporre una sanzione amministrativa pecuniaria e/o una sanzione reiterata, il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA dà modo alle persone interessate dal procedimento di essere sentite relativamente agli addebiti su cui l'ESMA si basa ed il consiglio delle autorità di vigilanza dell'ESMA basa le sue decisioni solo sugli addebiti in merito ai quali le persone interessate dal procedimento hanno avuto la possibilità di esprimere il proprio punto di vista; nel corso del procedimento sono pienamente garantiti i diritti di difesa delle persone interessate dal procedimento (art. 36 *quater*).

4.5. L'obiettivo della riduzione del ricorso al *rating* del credito: la Direttiva UE n. 14 del 2013 ed i provvedimenti di diritto interno (Consob, Banca d'Italia, Ivass, Covip)

Lo stesso giorno in cui il Parlamento europeo ed il Consiglio dell'Unione europea adottavano il Regolamento UE n. 462/2013, i medesimi adottavano anche la Direttiva UE n. 14 del 2013 (entrata in vigore, *ex art.* 5, il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea), che modifica la Direttiva 2003/41/CE, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, la Direttiva 2009/65/CE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in

valori mobiliari (OICVM), e la Direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai *rating* del credito³¹⁵.

La Direttiva 2013/14/UE mette in pratica l'obiettivo generale, già indicato nel Regolamento UE n. 462/2013, di ridurre l'eccessivo affidamento ai *rating* del credito³¹⁶. La Direttiva detta dunque una serie di disposizioni che vanno a modificare la Direttiva 2003/41/CE³¹⁷, la Direttiva 2009/65/CE³¹⁸ e la Direttiva 2011/61/UE³¹⁹, nel senso di

³¹⁵ *Direttiva 2013/14/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica la direttiva 2003/41/CE, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, la direttiva 2009/65/CE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), e la direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito*, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. L 145/1 del 31 maggio 2013, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:145:0001:0003:IT:PDF>.

³¹⁶ Cfr. Considerando n. 2.

³¹⁷ *Direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali*, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. L 235/10 del 23 settembre 2003, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:235:0010:0021:IT:PDF>.

³¹⁸ *Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)*, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. L 302/32 del 17 novembre 2009, disponibile all'indirizzo <http://eur->

ridurre l'incidenza dei riferimenti al *rating* del credito in vista di un ricorso meno esclusivo e meccanico a detti *rating*, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati.

Sulla scia delle modifiche intervenute in ambito europeo (si veda, in particolare, il nuovo art. 5 *bis*, paragrafi 1 e 2 del Regolamento UE n. 1060/2009), il medesimo obiettivo di riduzione del ricorso ai *rating* del credito viene perseguito anche a livello nazionale.

Il 22 luglio 2013 è stato, infatti, diffuso un comunicato stampa congiunto di Consob, Banca d'Italia, Ivass e Covip nel quale le stesse rendevano noto di aver emanato, per i profili di rispettiva competenza, *Comunicazioni in materia di corretto funzionamento del sistema di gestione dei rischi, di doveri di correttezza e trasparenza dei fondi comuni d'investimento e dei fondi pensione e di obblighi di adeguatezza delle procedure di valutazione degli investimenti delle imprese di assicurazione, allo scopo di ridurre l'eccessivo affidamento (over-reliance) sui giudizi espressi dalle agenzie di rating*³²⁰. Come si legge nel

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:it:PDF.

³¹⁹ *Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010*, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. L 174/1 del 1° luglio 2011, disponibile all'indirizzo <http://eur->

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:IT:PDF.

³²⁰ *Comunicazioni Consob, Banca d'Italia, Ivass e Covip sull'utilizzo dei rating nelle scelte d'investimento dei gestori collettivi del risparmio, delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione* (Comunicato stampa del 22 luglio 2013), disponibile all'indirizzo

Comunicato stampa, «[i] destinatari delle Comunicazioni dovranno adottare adeguati processi interni di valutazione del merito di credito, che consentano loro di non affidarsi in modo esclusivo o meccanico ai giudizi emessi dalle agenzie di rating. Con riferimento ai gestori collettivi e ai fondi pensione, tali doveri andranno inquadrati nei limiti del mandato gestorio o delle ulteriori clausole che riguardano i rapporti con la clientela. Le Autorità, in linea con le varie disposizioni normative e regolamentari in materia, verificheranno il rispetto dei suddetti obblighi e controlleranno l'adeguatezza dei processi interni di valutazione del merito di credito e del sistema di gestione dei rischi nel suo complesso».

I provvedimenti presi dalle rispettive autorità sono:

i) Comunicazione Consob n. 0062557 del 22 luglio 2013³²¹;

www.consob.it/documenti/comunicatistampa/cs20130722.pdf e
<http://www.covip.it/wp-content/uploads/comunicato-stampa-agenzie-di-rating1.pdf>.

³²¹ CONSOB, *Comunicazione n. 0062557 del 22.07.2013. Oggetto: Comunicazione sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori collettivi e i giudizi delle agenzie di rating*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/c0062557.htm>. In particolare, «la Consob richiama l'attenzione dei gestori sul loro dovere di adottare, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati, opportune misure che limitino l'utilizzo esclusivo o meccanicistico dei giudizi di rating nelle decisioni di investimento e disinvestimento dei gestori collettivi. Tale obbligo generale si traduce, conformemente a quanto richiesto dalla nuova regolamentazione europea in materia di agenzie di rating del credito (cd. CRA3) e dalla Direttiva 2013/14/UE, nell'obbligo del gestore collettivo di adottare corretti, trasparenti e adeguati processi interni di valutazione del merito di credito. Il rispetto del principio generale di agire sempre e comunque nel miglior interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati implica che, nell'esercizio

ii) Comunicazione Banca d'Italia del 22 luglio 2013³²²;

della propria discrezionalità gestoria su ciascun OICR, il gestore collettivo, prima di disporre l'esecuzione di operazioni di investimento o disinvestimento connesse a, o dipendenti da, un certo livello di rating del credito o variazioni dello stesso, effettui le necessarie attività di due diligence. In particolare, questo comporta che il gestore, nell'ambito delle scelte discrezionali in cui si concreta il processo di investimento, debba procedere a una propria valutazione di tutti i diversi rischi connessi all'investimento stesso, incluso il rischio di credito e i rischi di liquidità e di mercato. Con riferimento al primo (il rischio di credito), il rispetto dell'obbligo di correttezza nei confronti degli investitori implica la necessità dello svolgimento di adeguate attività di valutazione interna in modo da evitare di affidarsi esclusivamente o meccanicamente al giudizio di una o più agenzie di rating. Inoltre, la considerazione anche dei rischi di liquidità e di mercato impone di tenere conto delle condizioni di liquidabilità degli investimenti e di tutti i fattori che influiscono sul valore e sul profilo di rischio generale del portafoglio dell'OICR. Conseguentemente, anche i riferimenti al merito creditizio contenuti nella documentazione d'offerta dovranno informarsi ai principi sopra esposti, tenuto conto che tale documentazione deve necessariamente e fedelmente riflettere la politica di investimento seguita dal gestore stesso».

³²² BANCA D'ITALIA, *Comunicazione sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito e sull'utilizzo dei rating nel servizio di gestione collettiva del risparmio*, Roma, 22 luglio 2013, disponibile all'indirizzo http://www.bancaditalia.it/vigilanza/normativa/norm_bi/comunicazioni/Rating22lug.pdf. In particolare, «i gestori, conformemente a quanto previsto dalla nuova regolamentazione europea in materia di agenzie di rating del credito e dalla Direttiva 2013/14/UE, si dotano di sistemi di gestione dei rischi che, nella valutazione del merito di credito delle attività degli OICR, non facciano esclusivamente o meccanicamente affidamento sui giudizi espressi da una o più agenzie di rating e assicurino un'accurata valutazione del rischio di credito al quale il patrimonio degli OICR in gestione

iii) Ivass, *Lettera al mercato su utilizzo giudizi agenzie di rating* del 22 luglio 2013³²³;

è o potrebbe essere esposto. La corretta applicazione di tali previsioni compete all'organo con funzione di supervisione strategica, all'organo con funzione di gestione e alla funzione di gestione del rischio, nell'ambito delle rispettive competenze così come disciplinate rispettivamente dagli artt. 31, comma 1, lett. d), 31-bis, comma 1, lett. c) e 31-ter, comma 1 del Regolamento congiunto. In relazione a quanto precede e tenuto conto della natura, della tipologia e della complessità dell'attività svolta, i gestori procedono ad una rivalutazione dei propri sistemi di gestione del rischio, individuando le esigenze di rafforzamento delle procedure di selezione, monitoraggio e gestione del rischio di credito. Il potenziamento dei sistemi deve consentire alle SGR un'adeguata capacità di valutazione del rischio di credito almeno con riferimento agli emittenti verso i quali sono detenute posizioni significative e compongono una percentuale rilevante dei portafogli dei fondi gestiti. Anche i riferimenti al merito creditizio contenuti nei regolamenti di gestione dei fondi dovranno informarsi ai principi sopra esposti, tenuto conto che tali documenti definiscono la politica di investimento seguita dal gestore stesso».

³²³ IVASS, *Lettera al mercato su utilizzo giudizi agenzie di rating*. *Oggetto: Adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito in relazione all'utilizzo dei giudizi emessi dalle agenzie di rating*, Roma, 22 luglio 2013, disponibile all'indirizzo http://www.ivass.it/ivass_cms/docs/F13648/Lettera%20al%20mercato%20su%20utilizzo%20giudizi%20agenzie%20di%20rating.pdf. In particolare, «l'IVASS sottolinea che gli obiettivi di gestione finanziaria indipendente, sana e prudente e di salvaguardia dei diritti dei contraenti e degli assicurati si perseguono anche riducendo l'eccessivo, esclusivo e meccanico affidamento da parte delle imprese di assicurazione ai rating del credito nella valutazione dei propri rischi di investimento. In relazione a ciò le imprese adottano strumenti e tecniche per la valutazione autonoma del rischio di credito, inteso come il rischio di perdita derivante da oscillazioni del merito creditizio dei soggetti nei confronti dei quali le medesime sono esposte».

iv) Covip, *Circolare 22 luglio 2013. Prot. 5089*³²⁴.

³²⁴ COVIP, *Circolare 22 luglio 2013. Prot. 5089. Oggetto: Utilizzo dei giudizi delle agenzie di rating da parte delle forme pensionistiche complementari*, disponibile all'indirizzo http://www.covip.it/wp-content/uploads/Circolare_rating1.PDF. In particolare, «la COVIP; avendo presente l'esigenza di assicurare la tutela degli iscritti e dei beneficiari e il buon funzionamento del sistema della previdenza complementare, ritiene di dover richiamare l'attenzione dei fondi pensione riguardo al corretto utilizzo dei giudizi di *rating* nelle politiche di investimento. La COVIP rileva infatti la necessità di adottare opportune misure che limitino l'utilizzo esclusivo o meccanicistico dei giudizi di *rating* nelle decisioni di investimento e disinvestimento. Tale obbligo generale si traduce, conformemente a quanto richiesto dalla nuova regolamentazione europea in materia di agenzie di *rating* del credito e dalla Direttiva 2013/14/UE, nel dovere anche per le forme pensionistiche complementari di adottare processi e modalità organizzative che assicurino una adeguata valutazione del merito di credito. Con riguardo alle risorse conferite in gestione a soggetti terzi, i fondi pensione avranno pertanto cura di precisare, nelle convenzioni gestorie che eventualmente prevedano un livello minimo di *rating* per gli investimenti obbligazionari, che tale *rating* costituisce solo uno dei fattori utili per la valutazione del merito creditizio degli emittenti i titoli di debito. Nelle more di detto adeguamento, i fondi consentono comunque al soggetto incaricato della gestione delle risorse di non escludere, se rilevanti, altre informazioni ad esso disponibili, evitando che un impiego "automatico" del *rating* possa comportare l'esigenza di un immediato smobilizzo o impedire l'acquisto di titoli ove intervenga il declassamento dell'emittente. Per le attività gestite direttamente i fondi pensione, nel procedere a una propria valutazione di tutti i diversi rischi connessi all'investimento, eviteranno essi stessi, per il rischio di credito, di affidarsi esclusivamente o meccanicamente al giudizio di una o più agenzie di *rating*».

Per la Covip si veda già la *Circolare 27 gennaio 2012. Prot. 386. Oggetto: utilizzo del rating da parte delle forme pensionistiche complementari. Indicazioni operative*, disponibile all'indirizzo

http://www.covip.it/wp-content/uploads/Circolare120127_prot.-3861.pdf

CAPITOLO IV

LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING* NEI CONFRONTI DI INVESTITORI ED EMITTENTI

SEZIONE I

INTRODUZIONE AL PROBLEMA E PREMESSE METODOLOGICHE

SOMMARIO: 1. Il danno da informazione economica inesatta – 2. La responsabilità civile delle agenzie di *rating*: cenni introduttivi e premesse metodologiche – 3. (segue) Inquadramento e delimitazione del problema – 4. La natura giuridica del *rating*. Sono i *rating* mere “opinioni”? – 4.1. La tesi tradizionale: il *rating* come *opinion* – 4.1.1. (segue) L’esperienza statunitense: *freedom of speech* e *freedom of the press* – 4.1.2. La dottrina e la giurisprudenza italiane favorevoli a riconoscere al *rating* la natura di mera opinione – 4.2. Gli approdi più recenti: le tesi che escludono la riconducibilità del *rating* nel novero delle mere opinioni

1. Il danno da informazione economica inesatta

La questione della responsabilità civile delle agenzie di *rating* rientra nella più vasta tematica del danno da informazione economica inesatta^{1 2}. Nessun dubbio vi è,

¹ Sulla genericità dell’espressione “informazione economica” cfr. PANETTA R., *La circolazione delle informazioni economiche*, in *Privacy*, a cura di A. Clemente, Cedam, Padova, 1999, p. 604, che individua il comune denominatore tra le informazioni economiche

nel «valore che esse assumono sotto l'aspetto della (comunque diversa, da un punto di vista contabile) consistenza economica; variabili, invece, sono tanto le modalità di circolazione delle informazioni medesime – strettamente connesse alla natura dell'informazione economica, ma, anche, alla finalità che con essa e attraverso la sua circolazione si vuole perseguire – quanto il potenziale di pericolosità, per la riservatezza individuale, che ogni informazione in sé contiene».

Con riferimento alle modalità attraverso le quali è avvenuto il progressivo riconoscimento, nei diversi ordinamenti, della tutela giuridica del danno da informazione economica cfr. RONCHI M., *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, in *Resp. civ. e prev.* 2000, 3, pp. 593-594: «Il modo in cui è avvenuto il progressivo riconoscimento della tutela giuridica del danno da informazione economica varia da paese a paese essendo diversi i punti di partenza; sono comunque in via generale riconoscibili due diversi tipi di “itinerari” a seconda che ci si collochi in un sistema tipico o atipico di responsabilità civile: i) nel primo caso si assiste al passaggio da un tentativo di collocamento dell'illecito nell'area contrattuale al riconoscimento, da parte della dottrina e della giurisprudenza, della necessità di un ritorno a regole generali di responsabilità contrattuale; ii) nel secondo caso l'illecito viene di preferenza fatto rientrare nella regola generale della responsabilità extracontrattuale, anche se l'operazione – non priva di problemi per il “pericolo di una incontenibile proliferazione di pretese risarcitorie” – non preclude la configurazione di ipotesi di responsabilità contrattuale o precontrattuale».

² Cfr. SANNA P., *op. cit.*, pp. 70-72: «In mancanza di una disciplina specifica ed essendo la tesi dell'immunità da responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori sfornita di convincenti appigli, il formante dottrinario italiano si è orientato nel senso di inquadrarla nel più generale statuto della responsabilità di chi fornisce informazioni inesatte, libere, cioè date indipendentemente dall'adempimento di una preesistente obbligazione, ma professionali c.d. servizio, perché trasferite da un professionista («*un soggetto particolarmente qualificato*») ad un altro soggetto, di norma non dotato di particolari cognizioni

infatti, che il *rating* del credito rappresenti un'informazione economica³.

Molte e varie sono le ipotesi in cui la diffusione di informazioni economiche inesatte può cagionare danni: si pensi, ad esempio, al rilascio di lettere di *patronage*, alla concessione abusiva di credito da parte delle banche, all'effettuazione e diffusione di *warantest*, alla pubblicazione di un prospetto informativo (art. 94 T.U.F.), all'attività dei revisori contabili (art. 15 d.lgs. 39/2010), alla prassi del benefondi, etc.

In generale, le fattispecie in cui si lamenta un danno da informazione economica, «pur presentando, nei loro specifici contenuti, differenze notevoli, sono accomunabili per la costante presenza di tre elementi: - l'informazione inesatta di natura economica; - il rapporto tra il danneggiato e l'informatore che non trova il proprio fondamento in un contratto o che, comunque, non è finalizzato alla conclusione di un contratto tra questi due soggetti; - un danno, comunemente qualificato come “meramente patrimoniale”, non incidente su “un bene giuridicamente tutelato, quale potrebbe essere una cosa oggetto di proprietà o di altro diritto, o la persona stessa

tecniche rispetto alla materia oggetto d'informazione (quindi in situazioni di asimmetria informativa), il quale, avendo riposto affidamento sull'esattezza delle informazioni ricevute, in seguito rivelatesi errate, si sia determinato a compiere un'operazione negoziale fonte di pregiudizio patrimoniale».

³ Cfr. PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, 2009, secondo il quale «il rating non si limita a essere un giudizio che incorpora le informazioni disponibili, ma è esso stesso un'informazione, per di più dotata di valore legale».

del soggetto che agisce in giudizio”. Fermi restando questi aspetti comuni, le azioni volte al risarcimento di un danno originato da un’informazione economica errata sono riconducibili a due schemi generali: a) i casi in cui l’attore lamenta di aver subito un danno per effetto degli atti economici pregiudizievoli che ha compiuto facendo affidamento sull’informazione errata diffusa da un terzo; b) ed i casi in cui l’attore lamenta di aver subito un danno per effetto di un’informazione negativa errata sul suo conto o diffusa da un terzo»^{4 5}. Nella prima categoria

⁴ DI AMATO A., *Il danno da informazione economica*, cit., pp. 13-16.

⁵ In termini generali sul danno da informazioni finanziarie cfr. BRUNO S., *L’azione per danni da informazione non corretta sul mercato sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto e impresa* 2001, 3, pp. 1287-1288: «La diffusione o la mancata diffusione sul mercato finanziario di informazioni può essere causa di un danno al patrimonio degli investitori attuali (soci e acquirenti di strumenti finanziari diversi dalle azioni) e potenziali (coloro i quali si determinano ad investire a seguito dell’informazione). Il danno può verificarsi se l’informazione risulti, in genere in un momento successivo, essere non corretta, in quanto in violazione dei doveri di veridicità, completezza e chiarezza da considerarsi, come si argomenterà, clausole generali applicabili ad ogni informazione che si comunica al mercato finanziario. In particolare, il danno che gli investitori attuali possono subire può consistere: (a) nel costo dell’investimento ulteriore o nel mancato disinvestimento, se le informazioni non corrette rappresentano una situazione patrimoniale e finanziaria della società, migliore di quella effettiva (che è il caso più comune); oppure, (b) nel disinvestimento, se invece le informazioni rappresentano una situazione della società peggiore di quella effettiva, oppure sono poco chiare e quindi causano incertezza circa le reali condizioni della società. Il danno degli investitori potenziali può consistere nel costo dell’investimento ad un prezzo superiore rispetto a quello dovuto,

rientrano i danni subiti dall'investitore per aver compiuto scelte di investimento facendo affidamento sul *rating* errato diffuso dall'agenzia di *rating*; nella seconda categoria rientrano i danni subiti dall'emittente per effetto del *rating* negativo erratamente attribuitogli dall'agenzia di *rating*.

Diversi sono i problemi che si presentano all'interprete che si accinge ad indagare il tema della responsabilità di colui che fornisce informazioni. Tra i vari problemi, la dottrina ha posto in evidenza soprattutto i) quello relativo all'individuazione della fonte dell'obbligo di fornire informazioni che siano corrette, ii) quello della prova del nesso causale fra l'informazione inesatta ed il danno patito nonché iii) quello di definire la nozione di esattezza dell'informazione⁶. Altro problema (iv) è quello

se le informazioni rappresentano una situazione della società migliore di quella effettiva. Infine, se le informazioni non sono corrette in quanto incomplete oppure poco chiare, sia gli investitori attuali che potenziali possono subire un danno che consiste nel mancato investimento, nel caso, per la verità piuttosto teorico, in cui l'incompletezza o la non chiarezza delle informazioni, causa della mancata formazione della volontà di investire, celino una buona condizione patrimoniale della società».

⁶ Cfr. V. ZENO-ZENCOVICH V., voce *Informazione (profili civilistici)*, cit., pp. 424-425: «Non minori difficoltà sorgono in ordine ai profili di responsabilità di chi fornisce informazioni. Due i punti di maggiore attrito: il primo riguarda l'esistenza – e la portata – di un obbligo di fornire informazioni corrette, discutendosi – quanto meno negli ordinamenti continentali – se esso gravi su tutti i consociati o solo su quelli che si trovano in una particolare situazione che impone loro obblighi di protezione nei confronti di terzi: si pensi al vigile urbano di fronte alla richiesta di indicare un percorso, oppure all'impiegato di banca di fronte alla domanda se un certo assegno sia "coperto". Il secondo riguarda il danno collegato all'informazione inesatta di cui si chiede il

di verificare il bilanciamento fra tutela del mercato e libertà di informazione, valori spesso confliggenti ma che trovano entrambi garanzia costituzionale⁷.

Nel corso del presente capitolo i suddetti profili, unitamente ad altri ancora, verranno indagati ed approfonditi con specifico riferimento alla materia della responsabilità civile delle agenzie di *rating* per la diffusione di *rating* inesatti.

2. La responsabilità civile delle agenzie di *rating*: cenni introduttivi e premesse metodologiche

Nei capitoli precedenti si è delineata la cornice complessiva entro la quale si iscrive il tema più specifico al quale verrà dedicato il presente capitolo. Una volta definita la nozione di *rating* del credito e di agenzia di

risarcimento, essendo estremamente difficoltosa la prova del nesso causale fra l'illecito e le perdite che si assume ne siano la conseguenza, in particolare quando occorre compiere un giudizio ipotetico sui vantaggi che si sarebbero conseguiti (o le perdite che si sarebbero evitate) se l'informazione fosse stata corretta. La medesima difficoltà sorge quando, per sfuggire al dubbio sull'esistenza di un dovere di protezione, il rapporto fra (dis)informatore e (dis)informato, soprattutto se il costo dell'informazione è assai basso, se non nullo, ed il danno estremamente elevato, oppure se l'informazione non è l'unico fattore della scelta mancata. Resta poi in gran parte da definire – e solo l'esperienza potrà farlo – la nozione di esattezza dell'informazione, dovendosi verificare i requisiti oggettivi della completezza e dell'aggiornamento con riferimento al contesto in cui la prestazione deve essere fornita (ad es. specialistico/generico, continuativo/occasionale, documentale/verbale ecc.) e alla qualità dei soggetti informante e informato».

⁷ CERVONE E., *op. cit.*, pp. 293 ss..

rating del credito (capitolo II), delineati i principali problemi emersi in questo campo e tratteggiata la cornice regolamentare entro la quale l'attività delle agenzie di *rating* si è svolta nel corso del tempo (capitolo III), si hanno tutti gli elementi necessari per affrontare da vicino la tematica che più interessa il giurista, ossia quella della responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito.

Come è emerso nel corso della trattazione, anche l'attività delle agenzie di *rating* appare idonea a cagionare danni, sia agli investitori che agli emittenti. Tali danni possono derivare dall'emissione di un *rating* inesatto (perché eccessivamente favorevole o eccessivamente sfavorevole, in ogni caso non corrispondente all'effettivo merito di credito dell'entità oggetto della valutazione) o dal mancato tempestivo aggiornamento di un *rating* già emesso; tali *rating* possono essere richiesti o non richiesti; ove richiesti, possono essere commissionati (e pagati) dagli investitori oppure (più spesso) dagli emittenti.

A seconda del tipo di errore commesso dall'agenzia di *rating*, i danni possono riguardare la sfera giuridica degli investitori e/o la sfera giuridica degli emittenti.

I soggetti danneggiati possono essere legati all'agenzia di *rating* da un rapporto di tipo contrattuale (responsabilità contrattuale) oppure no (responsabilità extracontrattuale).

L'assenza di responsabilità che, per lungo tempo, ha caratterizzato l'attività dei *rater*, soggetti che esercitano una rilevante influenza sul mercato, desta sorpresa e, ancor più, scetticismo: «a market player with huge, and in some respects semi-governmental, authority who is at the same

time neither liable nor accountable to anybody must be regarded with a certain skepticism»⁸.

Nel presente capitolo ci si soffermerà ad indagare se sia configurabile, ed entro quali limiti, una responsabilità civile a carico delle agenzie di *rating* per i danni conseguenti al non corretto esercizio dell'attività di classamento del merito creditizio, che si traduce nell'emissione di *rating* inesatti. Si analizzerà se e quando le agenzie di *rating* possano essere chiamate a rispondere dei propri errori, a quale titolo, nei confronti di quali soggetti, entro quali limiti, secondo quale criterio di imputazione del danno, con uno sguardo che, pur non tralasciando gli spunti più interessanti e significativi emersi in altri ordinamenti (in particolare quello statunitense), si concentrerà prevalentemente sull'ordinamento europeo e su quello nazionale.

La scelta di dedicare un intero capitolo al tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* è motivata sia dall'interesse giusciviltistico di chi scrive, sia dal fatto che si ritiene che tale strumento, sino ad ora sottoutilizzato ed *in subiecta materia* grandemente mortificato, possa offrire (se non la soluzione al problema – risultato che sarebbe certo eccessivo pretendere –, quantomeno) efficaci incentivi a prevenire l'emissione di *rating* errati⁹ nonché

⁸ KUHNER C., *op. cit.*, p. 4.

⁹ Secondo CERVONE E., *op. cit.*, p. 293, «[n]ella regolamentazione privata, specialmente nel regime della responsabilità civile nei confronti dei terzi danneggiati, sono presenti elementi che potrebbero costituire un mezzo per controllare il comportamento delle agenzie di rating, senza la necessità d'introdurre una regolamentazione stringente. In accordo alla teoria della deterrenza, la regolamentazione privata delle agenzie di rating può, infatti, essere considerata un'alternativa funzionale alla regolamentazione pubblica».

strumenti di più equa allocazione delle conseguenze pregiudizievoli prodotte (sino ad ora rimaste quasi sempre nella sfera patrimoniale dei soggetti danneggiati)¹⁰.

Dall'analisi svolta nei capitoli precedenti è emerso come l'abbandono del primigenio modello reputazionale incentrato sulle sanzioni di mercato, unitamente all'introduzione da parte dei regolatori di alte barriere all'ingresso di nuovi *competitors* nel mercato del *rating* (barriere regolamentari che, si ricorda, vanno a sommarsi alle barriere all'ingresso di origine economica che naturalmente connotano l'attività di classamento del merito creditizio) nonché alla mancata affermazione della responsabilità delle agenzie di *rating* abbia creato un

¹⁰ Si noti come COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., pp. 55 ss. indichi al primo posto tra le spiegazioni circa il fallimento dei *gatekeepers* proprio [t]he decline in deterrence hypothesis». In particolare, «[d]uring the 1990s, the legal threat facing gatekeepers for involvement in securities fraud declined dramatically. Suddenly less deterred by the threat of either private litigation or SEC enforcement, gatekeepers could more easily acquiesce in managerial efforts to inflate their corporation's reported results» (*ibidem*); il discorso viene dall'A. approfondito alle pp. 60 ss.. Sicché, proprio con riguardo alle agenzie di *rating*, «[t]he relevance of a meaningful litigation remedy seems obvious», anche se «there is a potential downside to holding ratings agencies to a more liberal standard of liability. First, the price of their services would increase, as they would be forced to invest more heavily in ongoing monitoring. Second, they might begin to exhibit a self-protective conservative bias in their ratings. That is, the more conservative the rating, the less the litigation risk. Third, at some point, the market could collapse. In the case of the rating agencies, the disproportion between the fee from the client/issuer and the astronomic potential liability to investors is even greater than in the case of the auditor» (p. 303). Ed ulteriori possibili problemi vengono accennati dall'A. a p. 334.

vuoto, una vera e propria lacuna nella quale gli operatori storici (*incumbents*) del mercato del *rating* hanno potuto prosperare, senza tema di sanzione alcuna (né giuridica, né di mercato). Può ragionevolmente ipotizzarsi che il problema si annidi (se non solamente, anche) nel passaggio imperfetto da un modello basato esclusivamente sul mercato, in base al quale i *rating* vengono richiesti perché ritenuti affidabili, ad un altro in cui i *rating* vengono ricercati soprattutto perché richiesti a fini regolamentari (*rating* come licenze regolamentari, *regulatory license view*): libero dal timore di incorrere in sanzioni credibili (da un lato, infatti, quelle originarie di mercato sembrano aver perso il loro mordente; dall'altro lato, quelle della responsabilità civile faticano ad affermarsi), è ovvio che un soggetto privato (quali appunto sono le società di *rating*), mosso dall'intento di massimizzare il proprio profitto e non da fini solidaristici né di utilità sociale, non abbia alcun particolare incentivo a comportarsi correttamente, specie ove l'adozione di condotte (per così dire) "opinabili" conduca ad incrementare i propri profitti. Da qui la necessità di recuperare un apparato sanzionatorio credibile ed efficace, che costringa anche l'operatore più recalcitrante a bene operare, poiché il rischio di subire la sanzione supera il beneficio che si può trarre dall'esercizio scorretto della propria attività. Due le possibili soluzioni: o tornare al primigenio modello reputazionale, con conseguente affidamento alle sanzioni di mercato; oppure assoggettare le agenzie di *rating* alla responsabilità civile, così come disciplinata nei diversi ordinamenti giuridici. La soluzione prescelta (non soltanto da chi scrive, ma – come si vedrà più avanti – anche dal legislatore europeo) procede nella seconda direzione.

Sorge allora spontanea la domanda perché la scelta ricada proprio sulla responsabilità civile. Certo non si coltiva l'illusione che un efficace sistema di responsabilità civile in capo alle agenzie di *rating* per i danni derivanti dalla loro attività di classamento del merito creditizio possa costituire la panacea per tutti i "mali" da cui è affetta tale attività. Esso, tuttavia, appare, ad avviso di chi scrive, una tessera imprescindibile del mosaico di misure (autoregolamentari e regolamentari, pubblicistiche e privatistiche) composto dalle diverse categorie di soggetti (agenzie di *rating*, IOSCO, regolatori internazionali e nazionali, autorità giurisdizionali, dottrina, etc.) che hanno lavorato e continuano a lavorare intorno alla predisposizione di una disciplina idonea a regolare un'attività così particolare e delicata come quella del classamento del merito creditizio. Il contributo apportato da un sistema certo ed efficiente di responsabilità civile non starebbe solo nella funzione (*ex post*) riparatoria della stessa, ma anche in quella (*ex ante*) deterrente: difatti «attraverso il risarcimento di tutto il pregiudizio subito, il danneggiante dovrebbe essere incentivato a rispettare un più alto livello di diligenza, evitando di porre in essere nuovamente la stessa condotta illecita»¹¹. Le agenzie di *rating*, attori economici razionali, davanti alla minaccia,

¹¹ PONZANELLI G., *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 442.

Cfr. altresì GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 318-319: «Secondo una comune semplificazione, la regolazione sarebbe l'applicazione delle regole effettuata *ex ante* da autorità amministrative, mentre la responsabilità civile sarebbe l'applicazione *ex post* promossa dalle vittime. In realtà, attraverso la responsabilità civile si possono addossare compiti di controllo preventivo in capo a soggetti privati».

seria e credibile, di essere chiamate a rispondere delle conseguenze negative di un'attività svolta in modo non ortodosso, saranno verosimilmente incentivate ad operare in modo scrupoloso secondo i migliori dettami della loro professione¹².

¹² Cfr. DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 16: «A credible threat of civil liability could force rating agencies to be more vigilant in guarding against negligent, reckless, and fraudulent practices. (...) Historically, the threat of liability has been an effective tool in encouraging gatekeeper accountability. In general, gatekeepers are less likely to engage in negligent, reckless, or fraudulent behavior if they are subject to a risk of liability. As rational economic actors, gatekeepers factor in the expected costs of litigation, including the cost of defending lawsuits as well as any damage awards or settlements». I medesimi AA. individuano un ulteriore possibile vantaggio dell'affermazione della responsabilità civile in capo alle agenzie di *rating*: «One final advantage to imposing accountability on rating agencies through liability is that it would obviate the need for regulators to provide parameters upfront governing when NRSROs have satisfied their responsibilities as part of the oversight process. In other words, ex ante oversight does not need to be as specific or draconian if regulators and investors can rely on ex post adjudication of rating agency negligence, recklessness, and fraud. Through an evolutionary approach, judges and private litigants could develop a common law understanding of appropriate rating agency behavior» (*ivi*, p. 18).

Nella nostra letteratura cfr. MONTALENTI P., *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.* 2013, 3, I, pp. 514-515, il quale si dichiara favorevole alla «rivalutazione dello strumento civilistico come tecnica di prevenzione, oltreché di sanzione, dell'illecito: la diffusione della cultura finanziaria, l'attivismo degli investitori istituzionali, la introduzione diffusa di innovativi strumenti processuali di tutela, quali la *class action*, inducono a ritenere che l'istituto della responsabilità civile, se (...) adeguatamente rafforzato da *regole speciali*, possa rivelarsi, in generale e nella materia che ci occupa, strumento adeguato allo scopo. La

Affinché la responsabilità civile svolga una funzione preventiva-deterrente sarà però necessario articolarla in modo tale da non scoraggiare gli investitori dal farla valere, ad esempio addossando loro oneri di prova eccessivi che rendano estremamente aleatorio il risultato della controversia, badando, però, al tempo stesso, di non incorrere nelle maglie di una (non auspicata) responsabilità oggettiva delle agenzie di *rating*, che potrebbe scoraggiare gli operatori del settore dal proseguire la loro attività (fenomeno di *overdeterrence*). Tra le sfide più ardue vi è proprio quella di realizzare un attento ed equilibrato temperamento tra l'interesse alla tutela del mercato e l'interesse alla libertà dell'informazione¹³.

responsabilità civile è tuttavia uno strumento delicato, sospeso tra il rischio di inefficienza e il rischio di *overshooting*».

¹³ Cfr. CERVONE E., *op. cit.*, pp. 293-294: «Specificatamente, la ricerca deve analizzare il fondamentale compromesso tra l'impatto potenzialmente avverso della responsabilità delle agenzie di rating sul mercato rilevante e gli incentivi che tale responsabilità offre loro per evitare di assumere comportamenti scorretti. *Da una parte*, l'espandere la sfera della responsabilità delle agenzie di rating aumenterà il prezzo dei servizi svolti dalle agenzie stesse per riflettere la loro esposizione a responsabilità. Sebbene inizialmente attraente come mezzo per tenere fuori i trasgressori, tale aumento di prezzo potrebbe risultare avere conseguenze avverse: piuttosto che proteggere dai trasgressori, potrebbe allontanare solo agenzie osservanti della legge. Apparirebbe dunque opportuno circoscrivere l'area della responsabilità entro limiti ragionevoli, al fine di evitare la proliferazione incontrollata di *deep pocket actions*. L'esclusione dalla responsabilità per colpa consente alle agenzie d'investire minori risorse in accuratezza. *Dall'altra parte*, una responsabilità maggiore può influenzare positivamente l'accuratezza dell'analisi delle agenzie di rating ed indurle ad evitare che gli emittenti di cui emettono il rating assumano comportamenti scorretti. In tal modo, la minaccia d'incorrere in responsabilità dovrebbe portare le agenzie di rating ad assicurare

Oltre alla utilità di un efficiente sistema di responsabilità civile, si ritiene debba condividersi quanto affermato da coloro che pongono in evidenza come un potere (*power*) rilevante come quello delle agenzie di *rating*, capaci di influenzare l'andamento di interi mercati finanziari ed economie nazionali, non possa procedere disgiunto dall'affermazione di responsabilità (*accountability*) per i danni conseguenti all'utilizzo distorto di quel potere¹⁴. Non si tratta, insomma, soltanto di una questione economica, ma anche di una questione, per così dire, "etica": si tratta di responsabilizzare, davanti agli attori privati (investitori ed emittenti privati) e pubblici (investitori ed emittenti pubblici) del mercato dei capitali, i soggetti che sono in grado di determinare le sorti di quel mercato e così di tutti coloro che vi operano. Così come i revisori contabili, gli intermediari finanziari, gli analisti finanziari, la *governance* delle società, le Autorità di vigilanza ed altri soggetti ancora vengono chiamati a rispondere delle conseguenze pregiudizievoli derivanti dallo svolgimento non corretto della propria attività, così anche le agenzie di *rating* devono essere chiamate a rispondere, parimenti agli altri operatori finanziari, dei danni provocati dall'errata esplicazione dell'attività di

che i loro analisti abbiano le competenze necessarie per emettere rating. Le sanzioni civili potrebbero aggiungersi a sanzioni reputazionali, controllando quegli elementi di *performance* che non sono soggetti ad un controllo reputazionale».

¹⁴ Cfr. KORMOS, B.J., *op. cit.*, p. 38: «As Senator Lieberman stated, in his comments on Enron, "power of this magnitude should go hand in hand with some accountability."» (citazione tratta da U.S., Senate, *Statement by Chairman Lieberman on Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies*, News Release (Washington, D.C.: 20 March, 2002)).

classamento del merito creditizio¹⁵. In sostanza, non è più sostenibile (se mai lo è stato) un sistema di *power without accountability*.

Un'indagine di questo tipo presuppone, ovviamente, il riconoscimento dell'utilità dell'attività svolta dalle agenzie di *rating* del credito. Nonostante i problemi riscontrati, risulta, infatti, innegabile la necessità di avere a disposizione indicatori sintetici e facilmente comprensibili che orientino le scelte dei vari attori che si muovono sulla scena dei mercati finanziari. È ben possibile che il *rating* del credito possa, in futuro, essere sostituito da indicatori più obiettivi e meno opinabili; ma, a parte la considerazione (che la dottrina maggioritaria sembra condividere) per cui al momento non sembrano esserci strumenti in grado di sostituire *in toto* le valutazioni del merito di credito delle agenzie di *rating*, non si può ragionevolmente escludere che l'attività di predisposizione di altri indicatori sintetici atti ad orientare il mercato degli

¹⁵ Ad esempio, GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 416 afferma che «nel momento in cui le agenzie di rating si offrono come strumenti di accesso al mercato primario e la regolazione prende atto di questo loro ruolo, per ciò solo addirittura amplificandolo, il trattamento in termini di responsabilità civile non dovrebbe essere differente da quello riservato, per esempio, alle banche d'affari. Se l'agenzia di rating svolge un'attività di *due diligence* ed emette il rating sulla base di quell'attività, deve rispondere dell'esattezza e completezza delle informazioni che essa trasmette al mercato, perché ha strumenti per verificarle. Se non si vuole giungere a tanto, le agenzie di rating e i regolatori devono essere in grado di differenziare in modo credibile e chiaro i casi in cui l'agenzia si assume la responsabilità per le informazioni trasmesse al mercato dal caso in cui invece tale responsabilità non è assunta. Quando la responsabilità non è assunta, il sistema della regolazione non deve fare affidamento sulle dichiarazioni di soggetti irresponsabili».

investimenti non sollevierà in futuro questioni simili a quelle attualmente sollevate dall'attività delle agenzie di *rating* del credito.

Nel corso del presente capitolo si seguirà il seguente *iter* argomentativo. In primo luogo, si analizzerà la (in)validità della teoria che riconduce il *rating* nell'alveo delle mere "opinioni", con conseguente (in)applicabilità della garanzia costituzionale della libertà di manifestazione del pensiero (*freedom of speech* e *freedom of press*, ex Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti d'America; libertà di manifestazione del pensiero e di stampa, ex art. 21 della Costituzione italiana) alle agenzie di *rating* del credito (Sezione I). Una volta esclusa la natura di mera "opinione" del *rating* del credito, si passerà ad esaminare come la questione della responsabilità civile delle agenzie di *rating* sia stata affrontata dalla letteratura e dalla giurisprudenza nostrane prima dell'entrata in vigore del Regolamento UE n. 462/2013 e quali sono state le varie linee interpretative proposte: ci si soffermerà prima sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori (Sezione II) e poi sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli emittenti (Sezione III). Una volta chiarito il punto, si esaminerà il nuovo art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009 (introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013), evidenziando assonanze e differenze rispetto alla disciplina di diritto interno e ponendo in luce possibili profili di criticità (Sezione IV). Infine, si proporrà un modello di responsabilità extracontrattuale che, pur alternativo a quello generale di cui all'art. 2043 cod. civ., attinga comunque alla disciplina comune del diritto interno, utilizzando gli strumenti già a disposizione dell'interprete; modello che, ci si augura, non esaurisca la sua validità nella (importante, ma pur sempre limitata) sfera della

responsabilità civile delle agenzie di *rating*, ma possa costituire un modello utilizzabile in altre ipotesi di danno provocato da *gatekeepers* particolarmente qualificati, ove ricorrano determinate condizioni che saranno meglio specificate nel paragrafo che verrà dedicato all'argomento (Sezione V).

Una precisazione si impone. Le considerazioni che verranno svolte nel prosieguo del lavoro sottointendono che a monte sia già stata risolta in senso affermativo la questione circa la sussistenza della giurisdizione del giudice italiano e della applicabilità del diritto italiano. Bisogna, infatti, considerare che, dato il carattere globale dei mercati finanziari ed il carattere transfrontaliero dell'attività svolta delle agenzie di *rating* del credito, non di rado si porrà al giudice il problema di stabilire, in via preventiva, quale sia l'autorità giudiziaria competente e quale il diritto nazionale applicabile, secondo le norme del diritto internazionale privato.

3. (segue) Inquadramento e delimitazione del problema

Come già ampiamente detto nel corso della trattazione, il *rating* del credito è una semplice previsione, relativa e non assoluta, sull'affidabilità creditizia di un emittente o di una particolare emissione; esso non è una certificazione circa la bontà di un prodotto, né un'assicurazione che la situazione creditizia dell'entità valutata non subirà mutamenti nel corso del tempo, né tantomeno uno strumento che gli investitori possono adoperare per assicurarsi contro l'alea naturalmente insita

nelle operazioni di investimento finanziario¹⁶. Bisogna, perciò, fare attenzione a non affermare (e, ancor prima, a non credere) che ad ogni ipotesi di *default* di un emittente che gode di un *rating* positivo sia possibile associare un'ipotesi di responsabilità dell'agenzia che quel *rating* abbia emesso¹⁷. Si tratterebbe, infatti, di un errore logico:

¹⁶ L'andamento del mercato costituisce, infatti, il rischio tipico di qualsiasi investimento. ROPPO V., *La responsabilità civile, e l'anima*, in *Danno e resp.* 2002, 1, p. 102 propugna un approccio equilibrato della responsabilità civile in generale e della responsabilità civile nel mercato finanziario in particolare, ed afferma: «Certo c'è spazio per l'operare della responsabilità civile di fronte a molte vicende del mercato finanziario. Ma per identificare correttamente questo spazio, bisogna non adagiarsi meccanicamente su un pregiudizio: il pregiudizio per cui se un risparmiatore-investitore perde denaro perché i suoi investimenti nel risparmio gestito vanno male, egli abbia sempre e comunque, per indiscutibile automatismo, il diritto di recuperarne il valore; e che l'unico problema sia individuare contro chi può agire per recuperarlo. Ve lo dice uno che, da un anno a questa parte, coi suoi investimenti nel risparmio gestito ha perso – maledizione! – molto denaro».

¹⁷ *Written evidence from Fitch*, par. 2.4, in *House of Lords* (2011): «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”».

l'agenzia deve essere chiamata a rispondere per gli errori (colpevoli) e le scorrettezze (intenzionali) commessi nello svolgimento della propria attività di classamento del merito creditizio che abbiano influito sull'emissione del *rating*, e non, invece, per qualsiasi estemporaneo ed imprevedibile accidente.

Un esempio aiuterà a chiarire il punto. Il caso più significativo ed interessante (perché verificatosi proprio nell'ordinamento italiano) che la dottrina indica come ipotesi paradigmatica di irresponsabilità dell'agenzia di *rating* pur a fronte dell'emissione di un giudizio successivamente rivelatosi errato, è quello verificatosi con riguardo ai *rating* inerenti alle operazioni di cartolarizzazione di crediti derivanti da contratti di *leasing*. Era, infatti, accaduto che le agenzie di *rating* avevano assegnato i propri giudizi tenendo in considerazione, tra gli altri elementi, l'orientamento della dottrina dominante secondo cui, in caso di fallimento della società concedente, doveva considerarsi esclusa la facoltà di scelta del curatore tra lo scioglimento del contratto od il subentro nel rapporto e doveva trovare invece applicazione l'art. 73, comma 2 l.fall. (R.D. 16 marzo 1942, n. 267)¹⁸, con conseguente

Nella nostra letteratura, cfr., tra gli altri, FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 193: «la responsabilità dell'agenzia di *rating* non può derivare dalla semplice valutazione errata ma è anche necessario che sussista il dolo o la colpa della agenzia stessa; di conseguenza non si può affermare la responsabilità solo perché il *rating*, espresso in relazione ad alcuni strumenti finanziari, largamente diffusi sul mercato, non rispecchia la reale prospettiva di solvibilità del debitore, senza che vi sia alcuna colpa o mancanza di buona fede dell'agenzia».

¹⁸ Ai sensi dell'art. 73, comma 2 l. fall. «[i]l fallimento del venditore non è causa di scioglimento del contratto».

prosecuzione *ope legis* del contratto di *leasing*; la facoltà di scioglimento, secondo l'opinione dominante, poteva essere riconosciuta al curatore soltanto in presenza di un patto originario che disponesse in tal senso, in applicazione dell'art. 80 comma primo l.fall. in tema di locazione immobiliare¹⁹. Tale consolidato orientamento è stato, però, successivamente sconfessato dalla giurisprudenza di legittimità, che nella prima pronuncia resa in tema di effetti del fallimento della società concedente sui contratti di *leasing* (traslativo) in corso di esecuzione ha statuito che deve trovare applicazione, anche con riguardo a tale fattispecie, la norma di cui all'art. 72, comma 4 l.fall.²⁰. Tale pronuncia destò

¹⁹ GOMMELLINI A., *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i Modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di «salvataggio» del rating dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di leasing e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di «Basilea 2»)*, in *Dir. ban. merc. fin.* 2004, 4, I, p. 593.

²⁰ Cass. civ., sez. I, 9 aprile 2003, n. 5552, in *Riv. not.* 2004, 165 (nota di GISOLFI), in *Fallimento* 2004, 511 (nota di LAMANNA), in *Diritto e pratica delle società* 2003, 24, 71 (nota di GIULIANI, SCANDALE): «Con riguardo al contratto di leasing cd. traslativo, nel caso di fallimento del concedente trova applicazione l'art. 72, comma 4, l. fall., che prevede, per l'ipotesi in cui – nel caso di fallimento del venditore – la cosa venduta non sia passata in proprietà del compratore, la facoltà del curatore di scelta tra l'esecuzione del contratto ed il suo scioglimento, e non già l'art. 73 comma 2, della legge medesima, secondo il quale, nel caso di vendita a rate con riserva della proprietà, il fallimento del venditore non è causa di scioglimento del contratto. Il citato art. 72 comma 4 l. fall., deve, infatti, ritenersi norma di carattere generale, applicabile a tutti i contratti di scambio in cui il trasferimento della proprietà si verifica in un momento successivo a quello della formazione del consenso, e rispetto alla quale l'art. 73 comma 2 della legge medesima si pone quale regola eccezionale (dettata dal

«notevole sorpresa, non solo tra gli interpreti ma soprattutto tra gli operatori del settore finanziario»²¹. Il grande clamore suscitato dalla sentenza *de qua* rese necessario l'intervento del legislatore, il quale disciplinò espressamente la sorte dei contratti di locazione finanziaria in corso di esecuzione nel momento in cui la società di *leasing* è sottoposta a procedura concorsuale, stabilendo che «[l]a sottoposizione a procedura concorsuale delle società autorizzate alla concessione di finanziamenti sotto forma di locazione finanziaria non è causa di scioglimento dei contratti di locazione finanziaria, inclusi quelli a carattere traslativo né consente agli organi della procedura di optare per lo scioglimento dei contratti stessi; l'utilizzatore conserva la facoltà di acquistare, alla scadenza, la proprietà del bene verso il pagamento del prezzo pattuito» (art. 7 del d.l. 24 dicembre 2003, n. 354, convertito in legge 26 febbraio 2004, n. 45). In tal modo il legislatore ha «introdotto nel sistema del diritto fallimentare, per tale tipologia contrattuale la regola della

legislatore a maggior tutela dell'acquirente), come tale di stretta interpretazione. Del resto, pur essendo riscontrabili alcune analogie tra il contratto di vendita con riserva di proprietà ed il contratto di leasing traslativo, va rilevato che, mentre nel primo (avente effetti reali) il trasferimento della proprietà, già consensualmente deciso, si verifica del tutto automaticamente con il pagamento dell'ultima rata del prezzo, nel leasing traslativo (avente effetti obbligatori) il perfezionamento dell'effetto traslativo è rimesso ad un evento futura ed incerto, conseguente ad una manifestazione unilaterale di volontà del conduttore, con la conseguenza, in tema di fallimento, che, mentre nel primo caso è certo che il bene, alla scadenza del periodo di rateazione, non farà più parte della massa attiva fallimentare, nella ipotesi di leasing traslativo non è dato sapere se il bene resterà o meno acquisito alla massa, dipendendo tale evento dall'esercizio del diritto di opzione da parte dell'utilizzatore».

²¹ GOMMELLINI A., *op. cit.*, pp. 592-593.

prosecuzione automatica del rapporto, che fa eccezione a quella che secondo una diffusa opinione rappresenta la regola generale in materia di effetti del fallimento sui contatti pendenti (riconoscimento al curatore fallimentare della facoltà di optare per lo scioglimento del contratto)»²². Appare, insomma, evidente come «[i]n un caso di questo genere (...) il *rating* inizialmente assegnato non esprimeva una valutazione realistica del merito di credito, in quanto un presupposto giuridico tenuto in considerazione ai fini del rilascio è stato poi smentito dalla giurisprudenza di legittimità; tuttavia, è altrettanto chiaro che non siamo in presenza di un errore dell'agenzia, in quanto nel momento in cui la valutazione è stata rilasciata, era difficilmente prevedibile il mutamento intervenuto in ordine al problema della prosecuzione del contratto di *leasing* in caso di fallimento della società concedente»²³.

Oltre all'errore logico, si rischierebbe altresì di incorrere nelle critiche di quanti²⁴, spinti dal timore che

²² GOMMELLINI A., *op. cit.*, p. 592.

²³ FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 193.

²⁴ Cfr. HILL C.A., *op. cit.*, p. 91: «It is too easy to second-guess a rating; greater scrutiny would seem to invite frivolous litigation of the “have ratings downgrade, will sue” variety. Ratings are not insurance against changes in the world. Fraud should be actionable, but there is no evidence that rating agencies have acted fraudulently. Litigation does not seem to be needed to address the shortcomings Senator Lieberman’s hearings noted in connection with Enron. Indeed, since Enron went bankrupt, the rating agencies seem to have avoided the kind of “dismal laxity” of which Lieberman accused them. On the contrary, some have even criticized rating agencies for being too attentive and downgrading too quickly». Insomma, sembra intendersi dalle parole dell’A., che le agenzie di *rating* procedano o meno a declassare uno strumento

e/o un emittente, si troverà sempre il modo di incolparle di qualche cosa.

In Italia, esprime contrarietà al ricorso alla responsabilità civile PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., p. 104, che propone una linea di intervento alternativa: «Scartata la strada del rafforzamento della responsabilità civile, che rischia di rendere l'attività eccessivamente pericolosa in rapporto agli utili che può produrre e, quindi, di produrre, l'abbandono del ramo, vanno invece utilizzati gli strumenti che favoriscono la qualità del *rating* e aumentano la consapevolezza degli investitori sul reale significato di una determinata valutazione». L'A. ha successivamente affermato: «In definitiva, non sembra che la strada della valorizzazione della responsabilità civile, seguita negli Usa, sia persuasiva. La contro-indicazione appena accennata [*i.e.* rafforzamento dell'affidamento degli utenti nel giudizio di *rating*: ndr] non è infatti l'unica. Da un lato, occorre evidenziare che nei casi in cui l'errore dell'agenzia sia di natura seriale (p.e. un errore inescusabile in un modello metodologico), i danni sarebbero a loro volta seriali, coinvolgendo tutti i soggetti interessati nella circolazione dei titoli valutati con quella metodologia. Danni, quindi, ingentissimi, ben superiori a quelli che può provocare, ad esempio, un *auditor*. Il che esclude la capacità ripristinatoria della responsabilità civile, ne riduce di molto la funzione deterrente e può ovviamente comportare l'inaridirsi dell'innovazione metodologica o, addirittura, l'uscita dal mercato di coloro che oggi emettono i *ratings*. Dall'altro, per quanto riguarda l'ambiente comunitario, quella della responsabilità civile è materia poco o nulla armonizzata a livello europeo e con rilevanti problemi di individuazione del giudice competente (sul punto v. anche la recente Cass. 8076/2012) e della legge applicabile. (...) In conclusione, in materia di *rating* sembra più saggio mantenere l'applicazione della responsabilità civile in una nicchia che abbia per oggetto i casi più gravi; mentre la funzione sanzionatoria deterrente può essere più efficientemente allocata in favore delle sanzioni amministrative pubbliche di competenza dell'ESMA con un sistema che, tra l'altro, si connota positivamente per la sua corretta articolazione sia sul versante procedurale che su quello

possa alimentarsi un contenzioso frivolo e pretestuoso foraggiato da investitori delusi alla ricerca di un facile capo espiatorio sul quale far cadere le proprie disavventure finanziarie, non sono favorevoli all'affermazione di un regime di responsabilità civile in capo alle agenzie di *rating*. È stato, infatti, in dottrina espresso il timore che l'investitore-danneggiato possa trasferire sull'informatore il rischio dell'operazione economica intrapresa, con il semplice pretesto di rivalersi su chi gli ha trasmesso indicazioni economiche inesatte. La preoccupazione, più che legittima sul piano della pratica, non trova però spazio sul piano prettamente giuridico, in quanto soccorre il principio di causalità, che impedisce di addossare ad un soggetto le conseguenze pregiudizievoli che non siano in alcun modo ricollegabili alla sua condotta²⁵.

sostanziale» (PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., pp. 275-275).

²⁵ Cfr. ALPA G., *Il danno da informazione economica*, cit., pp. 1122-1123: «A queste obiezioni, che ricorrono, come è noto, in ogni ipotesi di ampliamento dell'area del danno risarcibile, e si fanno portatrici di preoccupazioni senz'altro legittime, specie se fondate sull'obiettivo di assicurare una razionale distribuzione delle perdite nel segno della efficienza economica, non si deve tuttavia dare eccessivo peso, dal momento che un accorto impiego del principio di causalità può impedire l'attribuzione di un danno (e quindi di un rischio) a chi non l'ha effettivamente cagionato, o a chi ha svolto, nel processo eziologico, un ruolo del tutto marginale. In un'epoca, poi, nella quale ogni aspetto delle attività umane (e quindi anche quelle economiche) può esporsi alla applicazione della clausola generale di responsabilità, il timore di intralciare le operazioni economiche non deve assolvere la funzione di opporre una solida barriera all'ampliamento dell'area del danno risarcibile, quasi che ancor oggi potessero dispiegare qualche effetto le direttive proprie dei tempi di *laissez faire*. Anzi, compiendo una pericolosa interpretazione antistorica delle norme, si darebbe

Per tutte le ragioni sin qui esposte, si ritiene che non si possa più prescindere da un modello di responsabilità a carico delle agenzie di *rating*. Le critiche che gli sono state mosse, pur ben motivate (i profili di criticità posti in evidenza non sono, infatti, da sottovalutare), possono essere superate attraverso un'attenta costruzione della suddetta responsabilità, che tenga conto di tutte le opposte esigenze (quella degli investitori ad operare in un mercato ove l'informazione sia quanto più possibile corretta e tempestiva; quella delle agenzie di *rating* a svolgere la propria attività senza tema di incorrere in richieste risarcitorie infondate e pretestuose, che le scoraggerebbero dal continuare ad operare), bilanciandole con valutazione attenta e prudente. Le preoccupazioni certamente esistono, e non sono preoccupazioni di poco conto, ma non devono costituire il pretesto per alzare le mani ed abdicare all'impegno, bensì devono costituire lo stimolo a compiere uno sforzo più intenso per superarle. Insomma, come già più di tre decenni fa autorevole dottrina affermava, il conflitto tra opposte esigenze di politica del diritto (quelle di coloro che danno le informazioni e quelle di coloro che ne fruiscono) esiste²⁶, ma non deve condurre al lassismo ed

credito a principi (e a "pregiudizi") che ormai si debbono considerare definitivamente superati».

²⁶ Cfr. ALPA G., *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1122: «Accanto alla necessità di assicurare il risarcimento a chi abbia subito un danno ingiusto facendo impiego di notizie economiche errate, si registra infatti l'intento (opposto) di circoscrivere il novero degli obblighi che gravano sullo svolgimento di attività commerciali, e di non aggravare (con la pretesa di offrire reintegrazione a tutti i danni possibili) i costi individuali di quelle attività, che si trasformano poi in un pericoloso (perché imprevedibile) aumento del loro costo sociale. E, anche all'interno del "contatto sociale" che si viene a creare tra l'informato e

all'abdicazione, ma piuttosto ad un utilizzo attento degli strumenti del diritto già esistenti ed alla ricerca e sperimentazione di strumenti nuovi.

Qualche considerazione conclusiva. Quando si indaga sulla sussistenza di una responsabilità in capo al *rater* deve, ovviamente, essere preso in considerazione il *rating* esistente al momento della scelta di investimento o di disinvestimento (questo perché le agenzie di *rating* possono – ed, anzi, debbono – rivedere periodicamente le proprie valutazioni e, se necessario, modificarle). Altrettanto ovvio è che nessuna responsabilità potrà essere riconosciuta in capo all'agenzia di *rating* ove la valutazione iniziale positiva venga successivamente rivista e sostituita da giudizi inferiori, nel caso in cui tanto il *rating* iniziale quanto quelli successivi rispecchino l'effettiva situazione dell'emittente al momento della emissione/revisione della valutazione. Anzi, variazioni del *rating* sono fisiologiche e compito delle agenzie è proprio quello di mantenere costantemente aggiornate le proprie stime: come lo stato di salute di un individuo varia nel corso del tempo, e tali mutamenti (sia in senso migliorativo che peggiorativo) sono fisiologici, altrettanto si deve supporre per un'impresa privata, uno Stato o un ente pubblico (a seconda dell'emittente retato), poiché, così come l'organismo invecchia e/o può essere colpito da malattie più o meno invalidanti, altrettanto deve dirsi per gli emittenti, che possono operare in un ramo per cui il mercato perde interesse nel corso del tempo o possono subire i contraccolpi di cause esogene, come lo scoppio di

l'informatore, si vuole evitare che il danneggiato possa trasferire sull'informatore il rischio dell'operazione economica intrapresa, con il semplice pretesto di rivalersi su chi gli ha trasmesso indicazioni economiche inesatte».

una bolla speculativa. Se il *rating* iniziale risulta corretto e se l'investitore non si attiva per conoscere l'eventuale progressivo deterioramento del *rating* legato al peggioramento del merito di credito del soggetto retato (consultando la stampa finanziaria specializzata e/o il sito *web* dell'agenzia di *rating* e/o le comunicazioni inviategli in virtù del contratto di abbonamento ai servizi di *rating* eventualmente sottoscritto con l'agenzia) nessuna responsabilità potrà sorgere a carico del *rater*. Potrà, eventualmente, residuare una responsabilità in capo all'intermediario in caso di mancato aggiornamento e comunicazione al cliente circa il progressivo peggioramento del *rating*, onere che però dottrina e giurisprudenza ritengono incomba in capo all'intermediario non sempre, ma soltanto nel caso di rapporto di gestione del portafoglio²⁷.

4. La natura giuridica del rating. Sono i *rating* mere “opinioni”?

Seguendo lo schema di indagine poc'anzi delineato²⁸, la prima questione che si ritiene debba essere affrontata riguarda l'accogliibilità o meno della tesi che qualifica i *rating* del credito come mere “opinioni”. La risposta al

²⁷ Cfr. FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 191-192: «si tende ad affermare l'obbligo dell'intermediario di comunicare al cliente il progressivo peggioramento del *rating* soltanto nel caso di rapporto di gestione del portafoglio, mentre si esclude tale dovere allorché l'intermediario si sia limitato a prestare il solo servizio di negoziazione; di conseguenza, solo in quest'ultima ipotesi verrebbe in rilievo un eventuale dovere di autoinformazione».

²⁸ Cfr. *supra*, § 2.

quesito interessa soprattutto (come si vedrà nel prosieguo della trattazione) l'ipotesi di responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating*, ove occorre discettare se il danno sia *contra ius e non iure datum*: in quella sede, infatti, si farà rinvio a quanto si dirà nel corso del presente paragrafo. Si ritiene, tuttavia, opportuno trattare tale problematica in questa sede (ossia al principio del capitolo dedicato alla responsabilità civile) non soltanto perché la trattazione occuperà diverse pagine (che, in altra sede, potrebbero spezzare l'unitarietà del discorso), ma soprattutto perché è una questione delicata, che merita una trattazione a parte.

L'indagine sulla responsabilità delle agenzie di *rating* del credito non può, dunque, che prendere avvio dall'indagine su quale sia la natura giuridica del giudizio di *rating*. In particolare, ove si riconosca al *rating* la natura di mera *opinione*, così come da sempre sostenuto dalle agenzie di *rating*, l'attività svolta da queste ultime andrà trattata alla stregua dell'attività giornalistica e godrà, perciò, delle medesime garanzie costituzionali, ossia sarà coperta dal principio della libertà di manifestazione del pensiero e della libertà di stampa *ex art. 21 Cost.*. In caso contrario, l'indagine dovrà seguire una diversa direzione (responsabilità per informazioni inesatte).

4.1. La tesi tradizionale: il *rating* come *opinion*

Uno degli argomenti che le agenzie di *rating* tradizionalmente adducono a propria difesa è quello secondo il quale le valutazioni circa il merito creditizio degli emittenti o dei prodotti finanziari (*credit ratings*) andrebbero considerate né più né meno che semplici "opinioni" (*opinions*), come tali tutelate dalla libertà di

manifestazione del pensiero, riconosciuta dal Primo Emendamento della Costituzione statunitense e dall'art. 21 della Costituzione italiana. I *rating* sarebbero, dunque, mere opinioni soggettive, come tali non verificabili e non sottoponibili al giudizio delle autorità giurisdizionali.

In tutte le loro comunicazioni (nella propria documentazione, nei codici etici e di autodisciplina, nelle dichiarazioni rese ai *media*, nei propri siti *web*, nelle audizioni presso gli organi competenti dei diversi Paesi, etc.) le società di *rating* continuamente ripetono lo stesso *leitmotiv*: i *rating* sono semplici opinioni (come tali, soggettive) rese da soggetti indipendenti sull'affidabilità finanziaria di un determinato soggetto economico in un certo momento storico; essi non sono la comunicazione di fatti od informazioni, né una certificazione contabile né una garanzia sull'effettivo pagamento del debito, non rappresentano consigli di investimento, non sono una consulenza finanziaria, non equivalgono a raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere titoli²⁹.

²⁹ Ad es., Moody's, nel suo *Code of Professional Conduct* del giugno 2011 (disponibile all'indirizzo http://www.moody.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf) definisce il *credit rating* come «an *opinion* [corsivo di chi scrive] regarding the creditworthiness of an entity, a debt or financial obligation, debt security, preferred share or other financial instrument, or of an issuer of such a debt or financial obligation, debt security, preferred share or other financial instrument, issued using an established and defined ranking system of rating categories» (pp. 4 e 6). Ed ancora, nel *2012 Report on the Code of Professional Conduct*, pubblicato nel marzo 2013, disponibile all'indirizzo <https://www.moody.com/uploadpage/Mco%20Documents/2012%20Report%20on%20the%20MIS%20Code.pdf>, p. 5, viene specificato che «Credit Ratings do not address any other risk, including but not limited to liquidity risk, market value risk, or

In tal modo le agenzie sottolineano la differenza intercorrente tra i *rating* del credito e le analisi effettuate dagli analisti finanziari.

Le agenzie di *rating* esortano, inoltre, gli investitori a fare proprie ricerche ed a valutare autonomamente i titoli di loro interesse; investitori che rimarrebbero, quindi, gli unici responsabili delle proprie scelte di investimento, essendo ogni loro decisione (di investimento,

price volatility. Credit Ratings are not statements of current or historical fact. Credit Ratings do not constitute investment or financial advice, and Credit Ratings are not recommendations to purchase, hold or sell particular securities. Credit Ratings do not address the suitability of an investment for any particular investor. Our Credit Ratings are intended for use by financial market professionals. MIS issues its Credit Ratings with the expectation and understanding that each investor will make its own study and evaluation of each security that is under consideration for purchase, holding, or sale».

L'agenzia Standard&Poor's dedica sul suo sito una pagina (<http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>) alla spiegazione di che cosa i *rating* del credito sono e che cosa invece non sono: «Credit Ratings Are Expressions Of *Opinion* About Credit Risk» [corsivo di chi scrive]. E specifica «Credit ratings are *opinions* about credit risk published by a rating agency. They express *opinions* about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation, state or city government, to meet its financial obligations in accordance with the terms of those obligations. Credit ratings are also *opinions* about the credit quality of an issue, such as a bond or other debt obligation, and the relative likelihood that it may default. Ratings should not be viewed as assurances of credit quality or exact measures of the likelihood of default. Rather, ratings denote a relative level of credit risk that reflects a rating agency's carefully considered and analytically informed *opinion* as to the creditworthiness of an issuer or the credit quality of a particular debt issue» [corsivo di chi scrive].

disinvestimento o detenzione dei titoli) ricollegabile soltanto alla loro autonoma scelta individuale³⁰.

Più precisamente, la pubblicazione del *rating* viene dalle agenzie generalmente assimilata ad una informazione di tipo giornalistico (tant'è che le agenzie solitamente diffondono il *rating* attraverso un comunicato stampa), sicché l'attività svolta dalle agenzie dovrebbe (secondo le

³⁰ Cfr. Audizione della dott.ssa M. Pierdicchi, cit., pp. 30-31: «Il rating è un'opinione indipendente sull'affidabilità finanziaria di un soggetto economico in un certo momento, sia esso società industriale, ente pubblico, istituzione finanziaria o Stato sovrano. Il rating è una valutazione indipendente sulla qualità del credito di un emittente di titoli finanziari e, in quanto tale, fornisce agli investitori e creditori una stima della probabilità di insolvenza del debitore, vale a dire la probabilità che l'emittente, per incapacità o volontà, non onori le proprie obbligazioni finanziarie con puntualità. Un rating si sintetizza, quindi, in una opinione sulla probabilità di insolvenza di medio-lungo termine (il nostro orizzonte temporale è di 3-5 anni). (...) Un rating non è una certificazione contabile e non fornisce alcuna garanzia sull'effettivo pagamento del debito, né protezioni agli investitori in caso di mancato pagamento. Un rating non è una raccomandazione ad acquistare o vendere un titolo e S&P non rilascia mai un giudizio sulla convenienza di un particolare investimento. Noi ci limitiamo a fornire un'opinione indipendente sul rischio di credito di una società in un certo momento, sulla base di valutazioni analitiche, obiettive e indipendenti. Questo, mi permetto di sottolineare, è molto importante per capire le fondamentali differenze tra rating di credito e le analisi effettuate dagli analisti che si occupano del mercato azionario o obbligazionario e che formulano raccomandazioni di acquistare, vendere o mantenere un titolo azionario o obbligazionario. Gli investitori quindi utilizzano i nostri rating, come uno dei tanti strumenti loro disponibili, per avere una migliore e indipendente stima del rischio di credito dei titoli obbligazionari, al fine di poter meglio effettuare le scelte di portafoglio sulla base delle loro preferenze di rischio e rendimento».

stesse) essere ricondotta dell'alveo dell'attività giornalistica: le agenzie di *rating* sarebbero dei veri e propri giornalisti finanziari ed i *rating* dalle stesse diffusi sarebbero *gli editoriali più corti del mondo* («the world's shortest editorials»³¹).

Gli argomenti addotti dalle società di *rating* a propria difesa hanno sovente incontrato il consenso degli *scholars* e delle Corti d'oltreoceano: dottrina e giurisprudenza statunitensi hanno fatto frequente ricorso al principio della libertà di manifestazione del pensiero sancito dal Primo Emendamento della Carta fondamentale per affermare l'insussistenza di qualsivoglia responsabilità in capo alle agenzie di *rating*. E nemmeno nell'ordinamento italiano sono mancate voci (dottrinali e giurisprudenziali) favorevoli ad avallare la tesi secondo cui l'attività delle agenzie di *rating* dovrebbe essere ascritta al diritto fondamentale di libertà di pensiero.

4.1.1. (segue) L'esperienza statunitense: *freedom of speech e freedom of the press*³²

L'argomento invocato a propria difesa dalle società di *rating* per cui il *rating* sarebbe una mera opinione e l'attività delle agenzie di *rating* sarebbe paragonabile a quella del giornalista finanziario, con conseguente applicazione del principio della libertà di manifestazione del pensiero, ha, sino a tempi molto recenti, incontrato

³¹ L'espressione è stata coniata da HUSISIAN G., *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell law rev.* 1990, 75, p. 411 ss. e 446.

³² Per un'ampia panoramica sulla giurisprudenza statunitense cfr. DRIGO F., *op. cit.*, pp. 514 ss..

ampio consenso nella giurisprudenza statunitense. Nel presente paragrafo si intende offrire, seppur brevemente, un quadro della più significativa giurisprudenza statunitense sul punto, che è quella che annovera la più ampia elaborazione in materia, essendo stata quella che per prima e con maggiore frequenza è stata chiamata ad occuparsi della questione. Che il tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* sia emerso per la prima volta nel sistema giuridico statunitense non dovrebbe stupire, sia perché le agenzie di *rating* sono nate ed hanno iniziato ad operare proprio negli Stati Uniti, sia perché il mercato finanziario statunitense è uno dei più vasti e dei più dinamici.

Le agenzie di *rating* si sono difese davanti alle Corti utilizzando principalmente due argomenti: da un lato, (i) il fatto che i giudizi di *rating* devono essere ricondotti nell'ambito della libertà di espressione, tutelata dal Primo Emendamento (il corrispondente italiano va individuato nell'art. 21 Cost.), dall'altro lato (ii) il fatto che i giudizi di *rating* non sono raccomandazioni ad acquistare, vendere o detenere titoli.

Negli Stati Uniti la libertà di manifestazione del pensiero è tutelata dal Primo Emendamento della Costituzione, il quale (nella parte che qui interessa) così recita: «Congress shall make no law (...) abridging the freedom of speech, or of the press (...)»³³, il Congresso non potrà emanare alcuna legge che limiti la libertà di parola (*freedom of speech*) o di stampa (*freedom of the*

³³ Il testo completo è il seguente: «Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances».

press). Se il *rating* del credito viene considerato una semplice “opinione” (seppur tecnicamente qualificata), o, ancora, l’ “editoriale più corto del mondo”³⁴, lo stesso ricadrà certamente sotto l’ombrello della tutela offerta dal Primo Emendamento, con importanti conseguenze^{35 36}. In particolare, ove si affermi che le valutazioni espresse e pubblicate dalle società di *rating* sono protette dal Primo Emendamento, le agenzie potranno incorrere in responsabilità soltanto nel caso in cui venga riconosciuta la *defamation* (diffamazione); e per dare prova della sussistenza di quest’ultima non è sufficiente dimostrare che il danneggiante (*i.e.* il *rater*) ha agito con *negligence* (negligenza), ma occorre dimostrare che lo stesso ha agito

³⁴ Ciò che consente loro di non essere etichettate come “consulenti finanziari” ed essere soggette alla relativa responsabilità: «CRAs, when making their First Amendment defenses, often liken themselves to members of the financial press, calling a credit rating the “shortest editorial in the world.” This analogy does not provide CRAs with any special treatment, but rather it prevents CRAs from being labeled as financial advisors by courts and consequently given lesser First Amendment protection» (HEGGEN J.W., *Not Always the World’s Shortest Editorial: Why Credit-Rating-Agency Speech Is Sometimes Professional Speech*. 96 Iowa L. Rev. 1745-1766 (2011), disponibile all’indirizzo http://www.uiowa.edu/~ilr/issues/ILR_96-5_Heggen.pdf, p. 1750).

³⁵ In verità, non sarebbero soltanto i *rating* a godere della protezione offerta dal Primo Emendamento: «Moreover, even their records are protected by “journalist’s privilege,” because of the latter “public opinion” status; thus, even if eventually establishing the cause of action was possible, litigants are not even able to investigate their claim fully, in order to bring evidence to bear» (KORMOS, B.J., *op. cit.*, pp. 32-33).

³⁶ Cfr. NAGY T., *op. cit.*, p. 148: «The rating agencies have been successful in numerous cases because courts have likened the agencies to journalists and the ratings to opinions, and, under this framework, ratings categorically cannot be “false or misleading.”»

con vera e propria *malice*³⁷, ossia con la consapevolezza o la totale noncuranza circa la verità dell'informazione³⁸. Si

³⁷ Per approfondimenti sulla *malice* e riferimenti in materia cfr. FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 191, nt. 35: «Il termine *malice*, che si presta in realtà a così tante interpretazioni da essere definito come un termine davvero “infelice” (W.L. PROSSER, *Injurious falsehood: the basis of liability*, in *Columbia Law Review*, (59) 1959, p. 428), indica che il soggetto deve aver agito con la consapevolezza che l'informazione era falsa o con totale incuranza della verità o falsità della stessa. Generalmente non viene invece ravvisata *malice* nell'ipotesi in cui il soggetto abbia agito in buona fede. In realtà, la mancanza di una giustificazione o di una causa, ossia l'assenza di un particolare privilegio, è venuta a coincidere nelle analisi di molte Corti con la prova della *malice* da parte del danneggiante. In tal modo, la giurisprudenza ha finito per operare presumendo la *malice* ogni volta che il soggetto avesse agito in the *absence of privilege* e, dunque, anche quando il soggetto si fosse determinato ad agire in buona fede o “con ottime intenzioni” (W.L. PROSSER, *Injurious Falsehood: the Basis of Liability*, cit., p. 429). Con il tempo, questa posizione delle Corti americane si è modificata, anche attraverso l'intervento della Corte Suprema, ed in particolare con il noto caso *New York Times v. Sullivan* (376 U.S. 254 (1964)), ed oggi il *Restatement of Torts* (§ 623 A, cit.) prevede che l'agire con *malice* sia rinvenibile nel comportamento di colui che comunica un'informazione con consapevolezza della sua falsità ovvero con totale noncuranza della verità o falsità della stessa. Va anche precisato che la negligenza non viene considerata elemento sufficiente a fondare un giudizio di responsabilità del danneggiante (PROSSER and KEETON, *The Law of Torts*, West Publishing Co., St. Paul, Minn., V ed., 1984, p. 968 ss.)».

Cfr. altresì DRIGO F., *op. cit.*, p. 527, nt. 97.

³⁸ FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., pp. 190-191: «l'opinione espressa dall'agenzia di *rating*, nonché la sua pubblicazione, sono protette dal Primo Emendamento: di conseguenza, non è sufficiente per riconoscere la

badi bene: l'applicazione dell'*actual-malice standard* non assicura all'agenzia di *rating* l'impunità assoluta, ma rende estremamente difficoltosa la prova che il danneggiato deve fornire per dimostrare la responsabilità del *rater*: «courts do not give CRAs absolute immunity under the First Amendment. Instead, courts will often apply the actual-malice standard, which requires the plaintiffs to prove that the CRA made its rating “with knowledge that it was false or with reckless disregard” to its truth. This has proven to be a high hurdle for plaintiffs to overcome. If a court does not give any First Amendment protection to a CRA, then the plaintiff only has to prove that the CRA made its rating negligently»³⁹.

defamation dare prova della negligenza del danneggiante, ma diventa necessario dimostrare la *malice*».

Simile sembra l'orientamento sorto in passato con riguardo alla responsabilità delle agenzie di informazioni: «Il numero delle norme applicabili in questa fattispecie viene così via via assottigliandosi, per modo che – negata l'applicabilità *tout court* dell'art. 1151 cod. civ. – si conviene che possa sussistere responsabilità contrattuale dell'agenzia solo in casi di eccezione, nei quali la trasmissione della notizia inesatta appare come effettivamente voluta e preordinata; insomma, non pare sufficiente l'esistenza di una colpa, occorrendo invece il dolo dell'agente. E si ammette pur sempre la validità di clausole di esonero totale da responsabilità inserite nei contratti di “abbonamento” stipulati tra l'agenzia e i commercianti interessati, sì che, configurabile in astratto, la responsabilità può sempre esser negata sulla base di una apposita clausola negoziale» (ALPA G., *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1099; ID., *Il problema della atipicità dell'illecito*, cit., p. 188).

³⁹ HEGGEN J.W., *op. cit.*, p. 1755.

Per approfondimenti sullo sviluppo dell'*actual-malice standard* si rinvia ancora a HEGGEN J.W., *op. cit.*, pp. 1755 ss. (in particolare, dall'esame della giurisprudenza statunitense l'A. rileva come «[t]he effect of the matter-of-public-concern requirement has been to turn

L'applicazione del c.d. *journalist's privilege* all'attività di classamento del merito creditizio comporta dunque che le agenzie di *rating* andranno incontro a responsabilità civile per i danni cagionati dall'emissione di un *rating* inesatto soltanto nel caso in cui la parte lesa riesca a fornire la (nient'affatto semplice⁴⁰) prova che tale *rating* sia stato emesso in mala fede, o, comunque, con totale indifferenza rispetto alla verità o meno dell'informazione⁴¹.

the applicability of the actual-malice standard into a single-factor inquiry. That is, whether a rating is a matter of public concern depends upon how widely the rating was disseminated. When a CRA publishes its rating only to a limited group of people, as opposed to widely disseminating it, courts will not usually apply the actual-malice standard. By making their ratings available to the public at large, though, CRAs can ensure that they will receive the protection of the actual-malice standard. (...) The applicability of the actual-malice standard thus turns on how widely the CRA disseminated the rating»: p. 1757).

⁴⁰ Cfr. BUSSANI M., *Gli agenti irresponsabili*, cit.: «In alti termini, per risultare vittorioso un attore in giudizio deve allegare fatti che provino lo specifico intento dell'agenzia di ingannarlo – prova comunque, e sotto ogni cielo giuridico, assai ardua da offrire, e ancor più impervia in questo settore, dove l'attore estraneo all'industria del rating può assai difficilmente entrare in possesso della mole di informazioni necessarie all'affermazione della responsabilità delle agenzie a titolo di dolo».

⁴¹ Un'analisi approfondita viene svolta da NAGY T., *op. cit.*, pp. 148-149, la quale rileva che «[c]ourts have not yet conclusively tested the agencies' use of journalistic protections, but there are currently two methods used to resolve such cases. The first approach adopts a general actual malice standard as defined by *New York Times v. Sullivan*. The second approach is specific to rating agencies and exemplified by the two-prong test set forth by *In re Fitch*. The court's choice of standard has a significant impact on the outcome of the agency's case».

Per inciso, è interessante notare come le prime cause contro le agenzie di *rating* vennero intentate perché le stesse venivano accusate di aver rilasciato *rating* troppo bassi⁴², all'opposto di quanto accade oggi, ove l'accusa principale che viene mossa alle agenzie è quella di aver rilasciato valutazioni eccessivamente favorevoli a fronte di prodotti od emittenti scarsamente affidabili⁴³. In ogni caso, nota la dottrina, gli argomenti utilizzati da entrambe le parti (danneggianti e danneggiati) rimangono i medesimi⁴⁴.

La copertura offerta dal Primo Emendamento è stata invocata dalle agenzie di *rating* sia nei confronti degli

⁴² Cfr., in particolare, la sentenza *Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investor's Servs., Inc.*, 175 F.3d 848, 850–51 (10th Cir. 1999), «in cui il distretto scolastico di Jefferson County in Colorado chiedeva un risarcimento a Moody's, colpevole a suo dire di avere emesso per ritorsione un rating basso sulla situazione patrimoniale e finanziaria del distretto, che aveva reso necessario un aumento degli interessi sui *bonds* emessi dallo *school district* per collocarli sul mercato. Si adduceva che il rating lesivo della situazione patrimoniale del distretto scolastico (che era *unsolicited*, quindi non richiesto né pagato dall'*issuer*) fosse basato su informazioni false e non attuali e che Moody's l'avesse emesso primariamente per vendicarsi del fatto che il destinatario avesse deciso di valersi dei servizi offerti da altre agenzie di rating. La Court of Appeal del Colorado, dichiarando sussistenti per le agenzie di rating le tutele previste dal Primo Emendamento, stabilì che anche qualora il rating negativo fosse stato emesso con intento di rivalsa, la parte attrice avrebbe comunque dovuto provare la sostanziale falsità delle informazioni alla base di esso e poiché l'emittente non fu in grado di assolvere a tale onere probatorio, fu pronunciato dal giudice un verdetto a favore di Moody's» (PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 488, nt. 63).

⁴³ Lo sottolinea, in particolare, NAGY T., *op. cit.*, p. 147.

⁴⁴ Cfr. NAGY T., *op. cit.*, pp. 147 s..

investitori che nei confronti degli emittenti, siano essi anche committenti del *rating*⁴⁵ oppure no⁴⁶.

⁴⁵ Cfr. *Compuware Corporation v. Moody's Investors Services, Inc.*, ove le richieste dell'attrice-committente, che lamentava la pubblicazione di un *rating* che considerava non esatto, sono state disattese in entrambi i gradi di giudizio (*District Court: Compuware Corporation v. Moody's Investors Services, Inc.*, 222 F.R.D. 124; 2004 U.S. Dist. LEXIS 10671. *Federal Court of Appeal: Compuware Corporation v. Moody's Investors Services, Inc.*, 499 F.3d 520; 2007 U.S. Ap. LEXIS 20075; 2007 FED ap. 0336p (6th Cir.)), sia con riferimento alla *libelous defamation*, sia con riferimento al *breach of contract*; *County of Orange v. McGraw Hill Companies* (*County of Orange v. McGraw Hill Companies*, 1999 U.S. Dist. LEXIS 23350; 27 Media L. Rep. 2612), ove i giudici hanno riconosciuto la responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti della committente, che lamentava di essere stata danneggiata dall'emissione di un *rating* eccessivamente favorevole (*rating* che l'aveva indotta ad indebitarsi eccessivamente attraverso l'emissione di titoli obbligazionari), per *breach of contract* e *professional negligence*. I suddetti casi sono tratti da FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., pp. 190 ss., alla quale si rinvia per una più compiuta esposizione delle vicende giudiziarie.

⁴⁶ Cfr. *Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.*, ove, in entrambi i gradi di giudizio (*District Court: Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F. 3d 848, 852-857 (10th Cir. 1999); *Federal Court of Appeal: Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F. 3d 848; 1999 U.S. Ap. LEXIS 8460; 1999-1 Trade Cas. (CCH) P72, 509; 27 Media L. Rep. 1737; 1999 Colo. J. C.A.R. 2973), la responsabilità dell'agenzia di *rating*, che aveva espresso una valutazione negativa (e non sollecitata) dell'emittente, è stata negata in virtù del richiamo al diritto alla libera manifestazione del pensiero (il caso è tratto da FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 192 s., alla quale

Sempre nello stesso filone si inseriscono quelle vicende giudiziarie in cui le agenzie di *rating*, per andare esenti da responsabilità, hanno invocato davanti alle Corti statunitensi norme di legge ordinaria dettate per dare attuazione al principio costituzionale di libera manifestazione del pensiero, come il c.d. *Shield Act* dello Stato di New York⁴⁷.

Oltre alla riconosciuta copertura costituzionale, altro argomento sulla base del quale le Corti statunitensi hanno talvolta motivato il rigetto delle richieste risarcitorie attoree è stato quello per cui la pubblicazione dei *rating* da parte delle agenzie non sarebbe di per sé idonea ad ingenerare un rapporto fiduciario (*fiduciary relationship*) tra il soggetto informante (*i.e.* società di *rating*) ed il soggetto informato (*i.e.* il pubblico degli investitori). In una delle decisioni più note in materia⁴⁸, il giudice statunitense Diane Wood ha respinto le richieste risarcitorie avanzate da un investitore nei confronti di

si rinvia per una più compiuta esposizione della vicenda giudiziaria).

⁴⁷ TONELLO M., *op. cit.*, p. 940, che richiama a tal proposito il caso *In re Fitch, Inc.*, *Docket* Nos. 03-7062, 03-7076 (2d Cir. May 21, 2003). In tal caso «[l]a Corte non esclude in termini assoluti l'applicabilità alle agenzie di *rating* dello *Shield Act*; ritiene però che, nel caso specifico sottoposto al suo esame, i criteri di applicabilità non siano soddisfatti dall'agenzia *Fitch* perché: 1) the information-disseminating activity of Fitch did not seem to be based on a judgement about newsworthiness, but rather on client needs; and 2) Fitch's level of involvement with the client's transactions is not typical of the relationship between a journalist and the activities upon which the journalist reports» (*ibidem*). Cfr. altresì FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 192 s., alla quale si rinvia per una più compiuta esposizione della vicenda giudiziaria.

⁴⁸ *Quinn v. McGraw-Hill*, 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999).

McGraw-Hill (società che possiede Standard&Poor's) per aver acquistato *collateralized mortgage obligations* con rating A per un valore pari a 1.29 milioni \$, titoli che a distanza di poco tempo sono stati declassati a CCC e sono andati in *default*. L'attore cita in giudizio Standard&Poor's per falsa dichiarazione negligente (*negligent misrepresentation*) e per violazione del contratto (*breach of contract*). La Corte respinge la domanda dell'investitore-danneggiato sulla base della motivazione per cui l'affidamento dallo stesso risposto nel *rating* doveva considerarsi irragionevole. Il giudice Diane Wood conclude la propria opinione con la seguente riflessione: «While it is unfortunate that Quinn lost money, and we take him at his word that he would not have bought the bonds without the S&P 'A' rating, any reliance he may have placed on that rating to reassure himself about the underlying soundness of the bonds was not reasonable»⁴⁹. Anche se non si dubita che il povero investitore non avrebbe acquistato quei titoli qualora essi non avessero ricevuto il *rating* "A" da parte di Standard&Poor's (e su questo punto il giudice dichiara di "prendere in parola l'investitore"), l'affidamento dallo stesso riposto nel *rating* viene considerato irragionevole e, come tale, non meritevole di tutela. Caustico è il commento di Partnoy, uno dei primi Autori ad indagare *funditus* il tema delle agenzie di *rating*: «The irony is clear: at the same time virtually every financial regulator in the United States is relying substantively on credit ratings, a few smart judges in Chicago are saying such reliance *by an investor* is unreasonable»⁵⁰. Ed anche se i giudici mostrano di avere

⁴⁹ Il brano citato è tratto da PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 80.

⁵⁰ PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 80.

ben poca considerazione per l'attività di Standard&Poor's (sulla quale non si può fare ragionevole affidamento), questo altro non fa che giocare a suo favore, mandandola esente da responsabilità: «The Seventh Circuit characterized reliance on a Standard & Poor's rating as "unreasonable" – perhaps not the ideal characterization from the rating agency's perspective but far preferable to a finding of liability»⁵¹.

Solo in tempi recenti la giurisprudenza statunitense ha mostrato segnali di voler rimeditare l'orientamento tradizionale⁵², manifestando scetticismo rispetto all'impunità usualmente riconosciuta dalle Corti alle agenzie di *rating*. In particolare, il richiamo alla tutela apprestata dal Primo Emendamento non risulta essere più convincente come in passato, emergendo con sempre maggior vigore le differenze tra l'attività di classamento del merito di credito e l'attività editoriale vera e propria⁵³.

Simile il commento di COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., p. 303, il quale afferma che l'approccio del giudice «is particularly ironic because for over a century institutional investors have been found by courts to have satisfied their due diligence obligation as fiduciaries when they relied on "investment grade" ratings from the ratings agencies. Yet, when investors attempt to sue over an allegedly flawed rating, they are told that their reliance on the rating was "unreasonable"».

⁵¹ HILL C.A., *op. cit.*, p. 56.

⁵² Per alcuni riferimenti si rinvia a DI VINCENZO M., *op. cit.*, p. 101, nt. 57.

⁵³ Cfr. DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, pp. 16-17: «More recently, a few courts have expressed skepticism about judicial protection of rating agencies from liability. One plaintiff has had success alleging that Moody's made misrepresentations regarding its independence and ratings methodologies. Another court indicated skepticism of the rating agency's First Amendment argument in the context of private placements, where the rating is

Non solo la giurisprudenza statunitense ha sovente mandato le agenzie di *rating* esenti da responsabilità, ma viepiù il legislatore statunitense ha in passato introdotto delle norme che espressamente escludevano la responsabilità delle agenzie di *rating*⁵⁴. In particolare, la *Rule 436(g)* del *Securities Act*, adottata nel 1982, prevedeva una deroga per i *rating* del credito emessi dalle NRSRO, i quali non venivano considerati parte di una dichiarazione di registrazione (*registration statement*), con conseguente inapplicabilità del regime di responsabilità di cui alla *Sec. 11* del *Securities Act of 1933* (rubricata “Civil

not published generally to the public. With respect to other cases related to the financial crisis, courts have denied motions to dismiss claims against the rating agencies, so these claims likely will be adjudicated in the near future. As one example, the California Public Employees’ Retirement System (Calpers) won an early court decision against the three leading rating agencies (Morse 2010). The pension fund claims that it lost about 1 billion U.S. dollars due to inaccurate ratings. This judicial pushback against the rating agencies’ free speech assertions is strongly rooted in the economics of ratings, and the fact that rating agencies are compensated for their “opinions” by the same issuers they are opining about. Rating agencies’ profit margins have exceeded 50 percent, whereas more traditional publishing companies’ profit margins have been less than 10 percent. Given the high profile nature of the problems with rating agencies and the continuing profitability of the rating business, rating agencies hardly act like publishers, something courts are finally recognizing».

⁵⁴ Cfr. DARBELLAY A. e PARTNOY F., *op. cit.*, p. 17: «Moreover, some securities laws explicitly exempted rating agencies from liability. NRSROs were immune from liability for misstatements in a registration statement under Section 11 of the Securities Act of 1933. Rule 436(g) – recently repealed by the Dodd-Frank Act – provided that NRSRO were exempt from expert liability under Section 11. The Credit Rating Agency Reform Act of 2006 also included some limitations on private rights of action».

Liabilities on Account of False Registration Statement”). In particolare, la *Securities Act Rule* «shields the rating agencies from liability for everything except fraud under federal securities law. If investors cannot establish that the agencies acted fraudulently, they must look to other theories of liability»⁵⁵: l’esonzione introdotta dal legislatore permetteva alle agenzie di *rating* che godevano dello *status* di NRSRO di essere chiamate a rispondere ai sensi della *Sec. 11 del Securities Act of 1933* solo nel caso in cui si fosse riuscito a dimostrare che le stesse avevano agito in modo fraudolento⁵⁶.

Tale norma è stata abrogata soltanto di recente, ad opera del *Dodd-Frank Act* del 2010⁵⁷. Ma, nonostante il *Dodd-Frank Act* abbia (formalmente) sancito la fine della irresponsabilità delle agenzie di *rating* per i danni dalle stesse cagionati, sul piano sostanziale non molto sembra

⁵⁵ NAGY T., *op. cit.*, p. 148.

⁵⁶ Altre regole di favore si rinvencono nella legislazione statunitense. Cfr. SEITZINGER M.V., *Credit Rating Agencies: Current Federal Oversight and Congressional Concerns*, September 26, 2006, disponibile all’indirizzo <http://stuff.mit.edu/afs/sipb/contrib/wikileaks-crs/wikileaks-crs-reports/RS22215.pdf>, p. 3: «a credit rating agency, particularly one with NRSRO status, is exempted from certain federal securities regulations. One such exemption concerns Regulation F-D, which prohibits issuers from making selective disclosure of material information in order to attempt to make certain that the public has information needed to make investment decisions. This prohibition does not apply “[t]o an entity whose primary business is the issuance of credit ratings, provided the information is disclosed solely for the purpose of developing a credit rating and the entity’s ratings are publicly available.”»

⁵⁷ Cfr. *Sec. 939G*: «Rule 436(g), promulgated by the Securities and Exchange Commission under the Securities Act of 1933, shall have no force or effect».

essere cambiato. Difatti la *Sec. 933(b)* del *Dodd-Frank Act*⁵⁸ stabilisce che è sufficiente che l'attore dia la prova di «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»: non è, quindi, più richiesta la prova della intenzionalità in capo all'agenzia di *rating*, potendo l'attore-danneggiato limitarsi ad addurre fatti circostanziati dai quali ragionevolmente risulti che l'agenzia di *rating* abbia consapevolmente o colposamente errato nell'effettuare la valutazione⁵⁹ ⁶⁰. L'onere della prova

⁵⁸

Disponibile

all'indirizzo

<http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

⁵⁹ La *Sec. 933* recita: « 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 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

posta a carico degli attori, pur ridisegnata dal legislatore statunitense, continua dunque ad essere particolarmente gravoso, sicché permane difficile per i danneggiati perseguire l'obiettivo di ottenere il risarcimento del danno patito. Volendo comunque dare una lettura positiva del recente intervento legislativo, parte della dottrina afferma

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.”».

⁶⁰ Cfr. M. BUSSANI, *Gli agenti irresponsabili*, in *Limes* 2011, 6, disponibile all'indirizzo http://www.astrid-online.it/dossier--dl/note-e-con/bussani_limes-6_2011.pdf: «In alti termini, per risultare vittorioso un attore in giudizio deve allegare fatti che provino lo specifico intento dell'agenzia di ingannarlo – prova comunque, e sotto ogni cielo giuridico, assai ardua da offrire, e ancor più impervia in questo settore, dove l'attore estraneo all'industria del rating può assai difficilmente entrare in possesso della mole di informazioni necessarie all'affermazione della responsabilità delle agenzie a titolo di dolo. Situazione, quest'ultima, che non è destinata a mutare – è bene sottolinearlo – col Dodd-Frank Act. La sua Sec. 933, alla lettera (b) chiede difatti all'attore di dimostrare «fatti circostanziati da cui si possa inferire con precisione» che le agenzie hanno mancato ai loro doveri consapevolmente (*knowingly*), o *recklessly*, ossia con evidente indifferenza al rischio di danno derivante all'attore. Insomma, tecnicismi a parte, quanto è certo è che l'inclinazione della salita verso la vittoria in giudizio non è stata sostanzialmente alterata a favore degli attori».

che, nonostante la citata disposizione normativa configuri una «[p]revisione certamente di valenza programmatica e di difficoltosa esecuzione pratica»⁶¹, essa è tuttavia «sicuramente eloquente in merito alle intenzioni future del legislatore americano in tale ambito»⁶².

4.1.2. La dottrina e la giurisprudenza italiane favorevoli a riconoscere al *rating* la natura di mera opinione

La tesi testé esposta, secondo cui il *rating* sarebbe una mera opinione, come tale ricompresa nella tutela offerta dal diritto alla libera manifestazione del pensiero, ha trovato accoglimento (seppur limitato) anche nella letteratura e nella giurisprudenza nostrane.

Nella letteratura italiana la tesi secondo cui le agenzie di *rating* devono essere trattate alla stregua di giornalisti finanziari è sostenuta, tra gli altri, da Bacciardi, il quale, anzi, afferma che essendo il *rating* «un'informazione fornita da un'agenzia privata sulla capacità dell'emittitore di ripagare i propri debiti, di necessità non solo è una “mera opinione giornalistica” ma, ancor più, come ogni opinione, è solo un’ “ipotesi” (!)»⁶³. Ed ancora: «I compratori di azioni e di debiti dovrebbero, e degli investitori esperti effettivamente lo fanno, guardare alle agenzie di *rating* come fossero fidati e ben informati quotidiani finanziari di lunga tradizione; non come

⁶¹ PARMEGGIANI F., *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, p. 487, nt. 34.

⁶² *Ibidem.*

⁶³ BACCIARDI M., *op. cit.*, p. 5.

indipendenti agenzie scientifiche di regolamentazione come i governi e alcuni investitori istituzionali spesso fanno. Esattamente come i quotidiani, guadagnano la propria credibilità attraverso tempo, esperienza, la professionalità dei propri dipendenti e una reputazione di indipendenza. Proprio come per i quotidiani il quadro reale della situazione emerge da una pluralità di voci e dalla competizione nel cercare di ottenere il maggior numero di lettori sul mercato. Infine, proprio come fanno i quotidiani, le agenzie di *rating* possono influenzare il mercato quando tentano di valutarlo (quando il *Wall Street Journal* prevede che la produzione delle arance non sarà sufficiente a coprire la domanda del prossimo anno fa salire il prezzo del succo d'arancia oggi indipendentemente dal fatto che la predizione si riveli più o meno giusta)»⁶⁴. E così conclude: «Ciò che proponiamo è di ripensare il concetto stesso di *rating*, proponendo la similitudine con i quotidiani economici abbiamo pensato di spiegare il carattere opinabile inerente in ogni valutazione dello stato finanziario di un'impresa privata, anche in quella più accurata»⁶⁵.

Nella (poca) giurisprudenza italiana che sino ad oggi ha avuto occasione di pronunciarsi sul tema, una pronuncia si segnala per aver accolto la tesi di matrice statunitense secondo cui il *rating* configurerebbe un mera opinione, esonerando di conseguenza da responsabilità la società di *rating* convenuta. Si tratta della sentenza del Tribunale di Roma n. 835 del 17 gennaio 2012⁶⁶, che ha statuito quanto

⁶⁴ BACCIARDI M., *op. cit.*, pp. 8-9.

⁶⁵ BACCIARDI M., *op. cit.*, p. 11.

⁶⁶ Tribunale Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Danno e resp.* 2013, 2, pp. 181 ss.; in *Giur. comm.* 2013, 3, II, pp. 462 ss. (nota di PARMEGGIANI).

segue: «le agenzie di *rating* non formulano raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli, ma emettono semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data. Le valutazioni sull'affidabilità creditizia, cosiddetti *rating*, non rappresentano consigli di investimento e non offrono consulenza finanziaria dovendo poi ciascun investitore effettuare le proprie scelte a suo esclusivo rischio, avvalendosi eventualmente di un promotore finanziario a sua scelta che valuti il rischio in riferimento alla situazione finanziaria del singolo investitore. Da ciò deriva che qualsiasi valutazione dell'agenzia di *rating*, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento era stato classificato come sicuro, non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi». Nella specie, convenute erano Standard&Poor's The McGraw Hill Companies srl e Moody's Italia srl, chiamate dall'investitore a rispondere a titolo extracontrattuale del danno cagionatogli per aver valutato i titoli del gruppo Lehman Brothers come sicuri fino al giorno prima del fallimento, in tal modo contravvenendo ai propri obblighi di informazione dei risparmiatori (l'investitore-attore aveva invece transatto la controversia con la Banca⁶⁷, nei cui confronti aveva conseguentemente rinunciato a qualsiasi domanda).

⁶⁷ Solo la Banca «poteva essere chiamata a rispondere, a titolo contrattuale, in ordine al risarcimento dei danni per eventuale violazione degli obblighi contrattuali di informazione posti a suo carico in ordine ai rischi ed alla tipologia dell'investimento non adeguato alle condizioni dell'attore».

La pronuncia capitolina non ha riscosso successo né in giurisprudenza né in dottrina⁶⁸, e costituisce nel panorama giurisprudenziale italiano un *unicum*.

⁶⁸ Critico nei confronti della pronuncia è SAPONARO M., *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno e resp.* 2013, 2, p. 191, che afferma: «La pronuncia romana, oltre che priva di un adeguato approfondimento circa la natura dell'attività e la portata degli obblighi dell'agenzia di *rating*, risulta viziata da una contraddizione di fondo. Da un lato, infatti, si riconosce che la valutazione dell'agenzia di *rating* era “sbagliata”, dall'altro, però, si afferma che tale valutazione “in quanto mera opinione” non è “passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi”. Ciò detto, occorre non sottovalutare la portata del principio espresso – anche se non è chiaro con quanta consapevolezza – dal Tribunale di Roma. Affermare, infatti, che il *rating* di per sé non può mai essere errato, perché mancherebbero i dati oggettivi (*rectius* i criteri oggettivi) per esprimere un giudizio di “inesattezza”, significa escludere a priori che l'attività di *rating* sia assoggettabile ad un sindacato di tipo giurisdizionale. Tale principio, pur non trovando una compiuta illustrazione nella pronuncia, riecheggia alcune tesi sviluppate soprattutto nella letteratura giuridica statunitense, dove alcuni autori si oppongono strenuamente all'estensione della responsabilità delle agenzie anche alle ipotesi di mera negligenza, basandosi, essenzialmente, sulla pretesa inconciliabilità tra la natura sostanzialmente soggettiva e valutativa dell'attività di *rating* ed un sindacato giurisdizionale di merito finalizzato ad un giudizio di negligenza, non essendo possibile individuare il modello di opinione soggettiva corretta in assoluto. Per la verità si tratta di tesi non persuasive in quanto sembrano tralasciare il carattere rappresentato dalla natura professionale dell'attività di *rating*, che implica l'esistenza di regole e standard elaborati dalla prassi, codificati dalle stesse agenzie ed oggi presi in considerazione dal legislatore comunitario. Non è dunque condivisibile l'affermazione per cui non esisterebbero criteri oggettivi per stabilire se un *rating* è stato emesso correttamente o meno. Sotto questo profilo è da preferire

Certo non si può negare che sussistano delle analogie tra l'attività svolta dalle agenzie di *rating* e quella dei giornalisti (soprattutto finanziari)⁶⁹; si vedano, in proposito, le norme contenute nella *Carta dei doveri dell'informazione economica*⁷⁰, con regole di condotta che

l'impostazione adottata dal Tribunale di Milano e, come si vedrà a breve, dal Tribunale di Catanzaro».

Critico è anche PARMEGGIANI F., *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, cit., pp. 486-487, il quale rileva che «il Tribunale di Roma, sancendo che l'operato delle agenzie sia insindacabile sul profilo della colpa in quanto non basato su dati oggettivi, sembra quindi limitare la loro responsabilità al caso di un'agenzia che dolosamente emetta *rating* errati, esattamente come tradizionalmente richiesto dalle corti americane, le quali storicamente ponevano le parti attrici di fronte al difficile onere di provare che l'agenzia avesse emesso il proprio giudizio con la precisa intenzione di divulgare un'informazione palesemente falsa sull'emittente (*recklessly publishing untruthful information*). (...) [S]icuramente un simile indirizzo di fatto rende le agenzie immuni dalla maggior parte delle azioni di responsabilità che possono essere loro rivolte, a causa dell'onere probatorio pressoché insormontabile per l'attore. In secondo luogo, si viene a creare un inevitabile disallineamento tra la giurisprudenza italiana e il dibattito statunitense in materia, in quanto la prima mostra di recepire un orientamento che oltreoceano, da un paio d'anni a questa parte, è stato messo fortemente in discussione».

⁶⁹ Anche se «[a]l giornalista, a differenza dell'intermediario finanziario, non è richiesto né di verificare la correttezza dell'informazione che diffonde (atteso che il suo unico obbligo è di individuare e menzionare le fonti da cui essa proviene), né di valutare l'adeguatezza della raccomandazione d'investimento rispetto ai suoi possibili destinatari» (DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, in *Anal. giur. econ.* 2006, 2, pp. 302-303).

⁷⁰ *Carta dei doveri dell'informazione economica*, Decisione CNOG del 28 marzo 2007, disponibile all'indirizzo

vanno ad integrare, completandola, la disciplina dettata dalla *Carta dei doveri del giornalista* del 1993⁷¹. In particolare, talune regole dettano prescrizioni volte a garantire la correttezza e l'imparzialità dell'attività del giornalista finanziario, in termini simili alle prescrizioni dettate (vuoi dai codici di autodisciplina, vuoi dalla normativa cogente) per le agenzie di *rating* del credito. Ad esempio, si prescrive al giornalista finanziario di mantenere un atteggiamento imparziale rispetto alle informazioni economiche e finanziarie trattate nell'ambito della propria attività professionale e di assicurare un adeguato *standard* di trasparenza sulla proprietà editoriale del giornale e sull'identità e gli eventuali interessi di cui siano portatori i suoi analisti e commentatori esterni in relazione allo specifico argomento dell'articolo; nel caso di articoli che contengano raccomandazioni d'investimento elaborate dallo stesso giornale, deve essere espressamente indicata l'identità dell'autore della raccomandazione; occorre, inoltre, che, nel rispetto delle norme

<http://www.odg.it/content/carta-dei-doveri-dell-informazione-economica>.

⁷¹ *Carta dei doveri del giornalista*, Documento CNOG-FNSI dell'8 luglio 1993, disponibile all'indirizzo <http://www.odg.it/content/carta-dei-doveri-del-giornalista>. Sotto la rubrica "Incompatibilità", primo e secondo alinea si legge: «Il giornalista non può subordinare in alcun caso al profitto personale o di terzi le informazioni economiche o finanziarie di cui sia venuto comunque a conoscenza, non può turbare inoltre l'andamento del mercato diffondendo fatti e circostanze riferibili al proprio tornaconto. [primo alinea] Il giornalista non può scrivere articoli o notizie relativi ad azioni sul cui andamento borsistico abbia direttamente o indirettamente un interesse finanziario, né può vendere o acquistare azioni delle quali si stia occupando professionalmente o debba occuparsi a breve termine [secondo alinea]».

deontologiche già in vigore sulla affidabilità e sulla pubblicità delle fonti, per tutte le proiezioni, le previsioni e gli obiettivi di prezzo di un titolo siano chiaramente indicate le principali metodologie ed ipotesi elaborate nel formularle e utilizzarle.

Nonostante esistano analogie tra le problematiche sollevate dall'attività dei giornalisti finanziari e quelle poste dall'attività delle agenzie di *rating* del credito, non sembra comunque corretto accomunare i *rating* alle *opinions* e le agenzie di *rating* ai giornalisti, per le ragioni che verranno compiutamente enunciate nel paragrafo successivo. In questa sede ci si limita a rilevare come in ogni caso, quand'anche si riconoscesse al *rating* natura di mera opinione e, di conseguenza, si riconducesse l'attività svolta dalle società di *rating* all'attività giornalistica, ciò non dovrebbe comunque comportare una completa esenzione da responsabilità dei *raters* per le seguenti ragioni:

i) va, in primo luogo, ricordato che anche la libertà di espressione e la libertà di stampa, pur riconosciute e tutelate a livello costituzionale, incontrano dei limiti, essendo necessario operare un giudizio di bilanciamento tra i contrapposti interessi⁷². Senza dilungarsi sul punto,

⁷² Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 69: «quanto all'immunità da responsabilità, evocare a quel fine la libertà di stampa, del resto, neppure basterebbe: essendo la libertà di stampa posta a bilanciamento con altri diritti ed interessi di pari rango, l'interesse dei terzi a non subire interferenze nella propria attività contrattuale, come testimonia l'esperienza dei *warentest*, sarebbe destinato a prevalere sulla libera manifestazione del pensiero, almeno allorché la pubblicazione di dati a fini di informazione giornalistica non presentasse quel minimo di rigore scientifico richiesto nell'esercizio del diritto di cronaca ovvero conducesse a risultati

sarà qui sufficiente ricordare che il giornalista, per non incorrere in responsabilità, può far valere il c.d. diritto di cronaca; affinché tale diritto sussista, però, è necessario che il giornalista, nell'esercizio della propria attività, rispetti contemporaneamente tre parametri fondamentali: a) quello della *verità o verosimiglianza della notizia* (criterio della verità), per cui la notizia pubblicata deve essere vera o, quantomeno, deve essere stata oggetto di un serio lavoro di indagine e di accertamento⁷³; b) quello dell'esistenza di un *pubblico interesse* alla conoscenza dei fatti (criterio dell'utilità), in relazione alla rilevanza che gli stessi rivestono per la collettività e per la formazione della pubblica opinione; c) quello della *obiettiva e serena*

palesamente erronei, riconoscibili come tali da un professionista di media preparazione».

⁷³ Cfr. Cass. pen., sez. V, 2 dicembre 1999-21 febbraio 2000, n. 1952, in *Cassazione Penale* 2001, 1469, in *Diritto informazione informatica* 2001, 258: «In tema di diffamazione a mezzo stampa, nel caso in cui il fatto narrato risulti obiettivamente falso non è esclusa la possibilità di applicare la scriminante di cui all'art. 51 c.p. sotto il profilo putativo ex art. 59 comma 1 c.p., purché il cronista abbia assolto all'onere di controllare accuratamente la notizia risalendo alla fonte originaria, senza che l'errore circa la verità sia frutto di negligenza, imperizia o comunque colpa non scusabile. L'errore, che assume rilevanza ai fini della configurabilità della scriminante putativa, non deve vertere, perciò, sull'attendibilità della fonte di informazione, sì da poter ritenere sufficiente l'affidamento riposto in buona fede su una fonte non costituente "prova" della verità, per quanto autorevole possa essere. Ne consegue che quando il cronista fa riferimento ad associazioni o consorterie criminose, la prova di aderenza al sodalizio della persona qualificata come associata deve essere cercata solo in una sentenza di condanna dell'autorità giudiziaria. (Fattispecie nella quale il cronista aveva riferito erroneamente che alcuni soggetti erano "componenti di una potentissima consorteria di ex cutoliani")».

esposizione della notizia (criterio della continenza), per cui l'esposizione dei fatti non deve travalicare i limiti della civiltà⁷⁴. Si opera, in tal modo, un bilanciamento tra interessi confliggenti di rango equivalente (tipicamente, la libertà di manifestazione del pensiero e di stampa, da un lato, e il diritto all'onore ed alla reputazione personali, dall'altro), perché tutti trovano riconoscimento e tutela nella Costituzione. In presenza dei tre elementi della verità, dell'utilità e della continenza, la diffusione di notizie lesive dell'onore e della reputazione altrui sarà scriminata in quanto esercizio del diritto di cronaca giornalistica⁷⁵;

ii) in secondo luogo, quand'anche si ammettesse che l'attività di emissione di *rating* del credito sia assimilabile all'attività giornalistica, il termine di paragone dovrebbe essere non già l'attività giornalistica genericamente intesa, bensì, nello specifico, l'attività del giornalista finanziario,

⁷⁴ *Ex multis*, Cass. pen., sez. V, 16 dicembre 2004-4 febbraio 2005, n. 4009, in *Dir. e giust.* 2005, 9, 37 (nota di BOVIO e GRASSO).

⁷⁵ Cfr. altresì FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 195: «il giornalista ha sempre l'obbligo di controllare l'attendibilità della fonte informativa; in particolare, il giornalista, per invocare l'esimente della verità putativa, deve usare legittimamente le fonti informative, mediante l'esame e la verifica dei fatti che ne costituiscono il contenuto. Tale dovere diventa ancora più stringente nell'ipotesi in cui il giornalista abbia diffuso una notizia che incide sulla commerciabilità di un prodotto, avvalendosi di dati forniti da un esperto. In questa ipotesi, il giornalista può esimersi da responsabilità solo se abbia svolto controlli, riscontri ed accertamenti intesi a verificare il risultato».

Sull'orientamento in tema di *warantests* (ossia servizi giornalisti che presuppongono o diffondono verifiche delle caratteristiche qualitative di un prodotto o di più prodotti tra loro fungibili) cfr. FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. e prev.* 2007, 4, pp. 920-921.

che è sottoposta a vincoli più rigorosi rispetto a quella del giornalista (per così dire) “comune”, data l’importanza che la stessa riveste per l’economia. L’ordine dei giornalisti ha, in proposito – come già anticipato *supra* –, approntato uno speciale codice deontologico destinato ai giornalisti che si occupano di informazione economica, che va sotto il nome di *Carta dei doveri dell’informazione economica*⁷⁶. Norme che disciplinano l’attività del giornalista finanziario si trovano, inoltre, nell’art. 114 (“Comunicazioni al pubblico”), commi 8-10 (in attuazione dei quali la Consob ha emanato gli artt. da 69 a 69-*decies* del Regolamento Emittenti del 14 maggio 1999, n. 11971) e 187 *ter* (“Manipolazione del mercato”) del d.lgs. n. 58 del 1998 (T.U.F.)⁷⁷. In sostanza, il giornalista finanziario, a cagione della particolarità e della delicatezza delle informazioni trattate (informazioni che possono arrivare ad orientare il mercato in un senso piuttosto che nell’altro, con importanti ripercussioni sull’intera economia), è soggetto a doveri deontologici più rigorosi rispetto al giornalista non finanziario, con la conseguenza che più difficile sarà per lui andare esente da responsabilità⁷⁸;

⁷⁶ La prima versione della *Carta dei doveri dell’informazione economica* è stata adottata dall’Ordine dei Giornalisti l’8 marzo 2005, a seguito dell’emanazione della direttiva europea relativa ai reati finanziari (*market abuse*), recepita in Italia dal d.lgs. n. 62 del 2005. Successivamente, con Decisione CNOG del 28 marzo 2007, ne è stata approvata una nuova versione, più aggiornata. Il testo della nuova *Carta dei doveri dell’informazione economica* è disponibile all’indirizzo <http://www.odg.it/content/carta-dei-doveri-dell-informazione-economica>.

⁷⁷ Si veda in proposito FRANZONI M., *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, Giappichelli, Torino, 2011, pp. 186 ss..

⁷⁸ Cfr. FRANZONI M., *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, cit., pp. 187-188: «In concreto, appare difficile poter

iii) in ogni caso, nell'ipotesi di pregiudizio cagionato agli investitori dalla diffusione di un *rating* inesatto i termini del confronto non sono quelli che tradizionalmente vengono in luce con riferimento alla responsabilità del giornalista (libertà di informazione vs diritti della personalità – quali onore, reputazione, etc. –), in quanto alla libertà di manifestazione del pensiero e di stampa si giustappone il diverso interesse, meta-individuale, all'integrità dei mercati finanziari⁷⁹. Nel giudizio di

scriminare la condotta del giornalista finanziario, che nel riportare o commentare una notizia riguardante, azioni o altri strumenti finanziari, faccia ricorso ad aggettivi o frasi particolarmente aspre o corrosive, poiché l'ordinamento esprime una tutela particolarmente forte affinché i terzi ricevano informazioni obiettive e neutrali dai giornalisti finanziari. Nell'esprimere previsioni sull'andamento dei mercati, il giornalista finanziario deve utilizzare una particolare prudenza e cautela, qualità rare nell'ambito delle altre tipologie dell'informazione giornalistica. Nel presentare un prodotto finanziario, se il giornalista impiega toni eccessivamente entusiastici, volti ad evidenziarne solo gli aspetti positivi, senza mantenere quel distacco che deve contraddistinguere i messaggi della comunicazione a scopo puramente informativo, si espone al rischio di veder censurata la sua condotta sotto il profilo della diligenza impiegata».

Per ulteriori approfondimenti sulla figura e la responsabilità del giornalista finanziario si rinvia a AMATO G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013, pp. 217 ss. (capitolo settimo, intitolato *La diffusione di notizie false o fuorvianti da parte dei giornalisti nell'esercizio della loro attività professionale*).

⁷⁹ Anche se non fa espresso riferimento alle agenzie di *rating* del credito, si possono richiamare le riflessioni di ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit., p. 936: «qui non sono a confronto attività di informazione al pubblico (la quale ricade sotto l'ombrello della protezione costituzionale della manifestazione del pensiero) e diritti

bilanciamento di valori (*ex art. 2 Cost.*) potrebbe ben ritenersi prevalente l'interesse al buon andamento dell'economia rispetto all'art. 21 Cost.; interesse al buon andamento dell'economia che, come riconosciuto dalla Consulta stessa, ha rilievo costituzionale. Si ricorda, in proposito, la sentenza della Corte costituzionale n. 123 del 1976⁸⁰: il giudice *a quo*, chiamato a giudicare il direttore responsabile di un periodico, imputato di aver pubblicato, al fine di turbare il mercato interno dei valori, un articolo di autore ignoto contenente notizie false, esagerate e tendenziose riguardanti una società commerciale ed atte a determinare una diminuzione dei valori ammessi nelle liste di borsa, ha rimesso alla Consulta la questione della legittimità costituzionale dell'art. 501 cod. pen. (rubricato "Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi nel pubblico mercato o nelle borse di commercio") in riferimento all'art. 21, comma primo Cost., sostenendo nell'ordinanza di remissione che «l'interesse al buon andamento dell'economia nazionale, tutelato dall'art. 501 cod. pen. sopra richiamato, non rivest[e] rilievo costituzionale e non [è] pertanto idoneo a giustificare l'imposizione di limiti al diritto di manifestare il proprio pensiero, dal momento che limitazioni al libero esercizio del medesimo possono derivare solo dalla necessità di tutelare beni garantiti esplicitamente o implicitamente dalla Costituzione: il che nella fattispecie in esame sarebbe da escludersi. Si afferma ancora nell'ordinanza che il limite alla libertà di che

individuali (reputazione, riservatezza, immagine etc.). I valori posti a base delle limitazioni sono meta-individuali, quelli che si sono sopra ricordati (stabilità e integrità dei mercati finanziari, tutela del risparmio, sicurezza degli investimenti, concorrenza)».

⁸⁰ Corte cost., 20 maggio 1976, n. 123, in *Foro it.* 1976, I, 2080, richiamata da ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit., pp. 938-939.

trattasi non troverebbe riscontro nemmeno nella Dichiarazione universale dei diritti dell'uomo (approvata il 10 dicembre 1948 dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite) né nella Convenzione per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali (approvata il 14 novembre 1950 dai Governi membri del Consiglio d'Europa e dall'Italia ratificata con legge 4 agosto 1950, n. 848), le cui norme, si aggiunge, secondo autorevole opinione, avrebbero posizione e rango costituzionale». I giudici costituzionali dichiarano, però, di non condividere l'opinione, espressa nell'ordinanza di rinvio, secondo cui l'interesse tutelato dalla norma di cui all'art. 501 cod. pen. non troverebbe nella Costituzione puntuale riscontro e riconoscimento: «Come più volte è stato ribadito da questa Corte la libertà di manifestazione del pensiero trova i suoi limiti non solo nella tutela del buon costume ma anche nella necessità di proteggere altri beni aventi rilievo costituzionale (cfr. sent. nn. 19 del 1962; 25 del 1965; 87 e 100 del 1966; 199 del 1972; 15, 16 e 133 del 1973; 20 del 1974). La tutela penale tende a che non sia compromesso, mediante una determinazione fraudolenta dei prezzi o delle quotazioni, l'interesse economico legato alla circolazione e allo scambio delle merci o dei valori; si tratta non tanto degli interessi dei singoli operatori economici, bensì dell'interesse pubblico a che i prezzi di mercato si formino per il naturale giuoco delle forze economiche o per il legittimo intervento delle pubbliche autorità, l'uno e l'altro non dolosamente falsati. Entra così in giuoco l'economia pubblica la cui tutela non può dirsi estranea al contenuto e allo spirito della Costituzione. Invero, l'art. 41 pur riconoscendo la libertà di iniziativa economica privata stabilisce che essa non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale, la quale ha anche un contenuto economico (sent. nn. 5 e 54 del 1962 e 30 del 1965). Aggiungasi che

l'art. 501 trova riscontro anche nell'art. 47 Cost. nelle parti in cui si pongono fra i fini della Repubblica l'incoraggiamento e la tutela del risparmio; la disciplina, il coordinamento e il controllo dell'esercizio del credito, il favore per il diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. Assolutamente fuori luogo sono, infine, i richiami alla libertà di opinione e di espressione di cui all'art. 19 della Dichiarazione universale dei diritti dell'uomo e all'art. 10 della Convenzione per la salvaguardia di tali diritti, essendo intuitivo che questi testi non giustificano in alcun modo attentati contro la pubblica economia, comunque perpetrati». Alla luce di tutte queste considerazioni, la Corte costituzionale dichiara la questione sulla legittimità costituzionale dell'art. 501 cod. pen. non fondata. Considerazioni analoghe, in punto bilanciamento di interessi, sono state svolte anche dalla dottrina⁸¹;

iv) infine, va sottolineato come, quand'anche si volesse concedere che l'attività svolta dalle agenzie di

⁸¹ Cfr. DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 293: «nella valutazione degli interessi coinvolti in caso di diffusione di un'informazione inesatta nel mercato finanziario, l'interesse che nutre l'operatore professionale ad informare liberamente, senza preoccuparsi delle conseguenze negative derivanti dalla circolazione delle informazioni, deve, tendenzialmente, soccombere dinanzi alle ragioni di colui che subisce un danno per effetto della diffusione dell'informazione. E ciò non tanto perché la sfera patrimoniale di quest'ultimo soggetto si ritiene portatrice di interessi prevalenti rispetto a quelli dell'informatore, ma perché l'accertamento della responsabilità civile del professionista che diffonde sul mercato un'informazione finanziaria errata, e la sua conseguente condanna al risarcimento, assolve, innanzitutto, ad una funzione volta ad evitare il compimento di attività che pregiudicano prioritari obiettivi di carattere generale».

rating sia assimilabile al giornalismo finanziario⁸², parte della dottrina abbia posto in dubbio che la libertà di manifestazione del pensiero, costituzionalmente tutelata, abbia a che vedere con l'informazione economico-finanziaria⁸³. Sicché le valutazioni errate delle agenzie di *rating* del credito, anche se qualificate alla stregua di attività giornalistica, rientrando nell'alveo dell'informazione giornalistica di tipo economico-finanziario, non godrebbero comunque della tutela costituzionale⁸⁴. Insomma, se non esiste nel nostro

⁸² Sulla responsabilità del giornalista finanziario si rinvia allo studio di DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 289 ss..

⁸³ «Recentemente, peraltro, si è osservato che la libertà di manifestazione del pensiero ha ben poco a che vedere con l'informazione economico-finanziaria, la quale è svolta nell'ambito di un'attività di impresa e riguarda dati certi o di natura previsionale, che debbono essere elaborati con criteri professionali» (DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 297, che cita ZENO-ZENCOVICH V., *La libertà d'espressione*, cit., pp. 164, 22, 99).

⁸⁴ Ci si domanda, infine, se le seguenti riflessioni di ZENO-ZENCOVICH V., *La libertà d'espressione*, cit., pp. 63-64 sull'attività giornalistica in generale non possano trovare applicazione anche nell'ipotesi in cui si accolga l'idea che le agenzie di *rating* esercitano un'attività di tipo giornalistico: «Il giornalista dipendente non decide cosa scrivere o raccontare. Tali scelte sono fatte dai suoi superiori i quali organizzano il suo lavoro secondo criteri di efficienza e di utilità: quando lavorare, dove lavorare, su che cosa lavorare. Il giornalista – al pari di tanti altri prestatori d'opera intellettuale – svolge l'attività che gli viene richiesta dal suo datore di lavoro o dal suo committente. Non è dunque libero di agire secondo la propria personale inclinazione, scegliendo argomento, “taglio”, momento; né è libero di discostarsi dalle istruzioni impartitegli, pena sanzioni disciplinari o il licenziamento. È facile dunque contattare che nella normalità dei casi il giornalista

ordinamento alcun principio che esoneri il giornalista finanziario da responsabilità civile in caso di diffusione di informazioni finanziarie errate⁸⁵, *a fortiori* non può ritenersi che un tale principio possa affrancare le agenzie di *rating* del credito da responsabilità per i danni cagionati da *rating* errati.

non esercita una libertà ma adempie ad una obbligazione che gli è imposta dal suo datore di lavoro. (...) Da ciò si trae una ulteriore conclusione: *se il giornalista non esercita una libertà, nemmeno la esercita il suo editore, che semplicemente si avvale di dipendenti per lo svolgimento di una attività imprenditoriale.* [corsivo di chi scrive] La libertà di manifestazione del pensiero appare essenzialmente individuale: si è liberi di manifestare il *proprio* pensiero. Assumere dei terzi perché raccolgano ed elaborino notizie non pare costituire manifestazione del *proprio* pensiero». Insomma, come l'analista finanziario che opera alle dipendenze dell'agenzia di *rating*, non esprimendo il proprio pensiero, non esercita la libertà di manifestazione del pensiero, nemmeno la esercita l'agenzia di *rating*, che semplicemente si avvale di dipendenti per lo svolgimento di una attività imprenditoriale.

⁸⁵ Così DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 298, il quale precisa: «Certamente, i valori sanciti dall'art. 21 Cost. fanno sì che la valutazione del suo operato [del giornalista finanziario: ndr], al fine di decidere una eventuale traslazione del danno nella sua sfera patrimoniale, debba articolarsi secondo criteri equilibrati che non arrivino ad esercitare sul giornalista indebite pressioni, frustrando la funzione informativa cui egli assolve. Tuttavia, va negata l'esistenza di un indirizzo normativo, che guida altri settori del giornalismo, che tenda a qualificare come *non* "ingiusto" il danno da questi provocato».

4.2. Gli approdi più recenti: le tesi che escludono la riconducibilità del *rating* nel novero delle mere opinioni

Con il passare del tempo la tesi tradizionale secondo cui il *rating* costituirebbe una mera *opinion* è andata perdendo via via consensi; tale orientamento è stato sottoposto a critica da più parti ed è attualmente oggetto di importanti ripensamenti.

Larga parte della dottrina e la giurisprudenza più recente, abbandonata l'impostazione tradizionale, escludono che i *rating* siano mere "opinioni" (soggettive ed indimostrabili⁸⁶) e che l'attività delle agenzie di *rating* possa essere assimilata a quella giornalistica, con conseguente esclusione della protezione offerta dal Primo Emendamento della Costituzione statunitense e dall'art. 21 della Costituzione italiana⁸⁷.

⁸⁶ Cfr. HUNT J.P., *op. cit.*, p. 39: «Although the rating agencies assert that their views are "opinions", they acknowledge – as they must – that the opinions they offer are not mere unprovable assertions like "dogs are better than cats". Instead, agencies describe their ratings as opinions about "the likelihood of future events" and as "[f]orward-looking prediction". They assert that "history has shown our opinions to be very good predictors of default risk"».

⁸⁷ Cfr. PARTNOY F., *Legislative Solutions for the Rating Agency Duopoly*, House Hearing, June 29, 2005, consultabile all'indirizzo <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-109hhr26274/html/CHRG-109hhr26274.htm>: «My further understanding is that NRSROs would be subject to liability for Federal securities fraud and/or State law causes of actions just like other gatekeeper firms. S&P and Moody's claim their ratings are merely opinions and there is the free speech argument that has already been mentioned today, which is a clever one; it has been accepted by some courts. But credit ratings are not really just opinions any more than fairness opinions of investment banks, audit opinions of accounting firms,

Le ragioni per le quali il tradizionale paradigma non viene più considerato (in tutto o in parte) meritevole di accoglimento non sono in realtà uniformi, registrandosi in proposito una pluralità di pensieri.

Una parte della letteratura non esclude completamente la possibilità di fare ricorso alla protezione offerta dal Primo Emendamento (o dall'art. 21 della Costituzione italiana) da parte delle agenzie di *rating*, ma la circoscrive ad alcune soltanto delle attività svolte dalle agenzie. In questo solco si inserisce, ad esempio, Heggen, il quale non esclude del tutto la possibilità di applicare il Primo Emendamento ai giudizi emessi dalle agenzie di *rating*, ma distingue a seconda che l'agenzia di *rating* «passively rated or actively structured the debt offering»⁸⁸, ossia a seconda che l'agenzia abbia o meno giocato un ruolo attivo nella strutturazione del titolo oggetto di valutazione, poiché ciò determinerebbe un mutamento della natura delle stesse agenzie che, a sua volta, inciderebbe sulla responsabilità delle stesse: «Courts should not mechanically apply the actual-malice standard simply because the defendant is a credit-rating agency; rather, when a credit-rating agency plays an active role in structuring the deal, courts should recognize the credit-rating agency's speech for what it is—professional speech—and deny the credit-rating agency the protection of the actual-malice standard»⁸⁹. Stando a questa prima impostazione, la tutela riconosciuta alle agenzie di *rating* dovrebbe variare al mutare del ruolo che le stesse

legal opinions of attorneys, buy-sell ratings of security analysts, or even the certification of financial statements by CEOs and CFOs are mere opinions».

⁸⁸ HEGGEN J.W., *op. cit.*, p. 1758.

⁸⁹ HEGGEN J.W., *op. cit.*, p. 1745

ricoprono⁹⁰, sicchè le agenzie di *rating* potrebbero godere della protezione offerta dal Primo Emendamento soltanto nel caso in cui le stesse operino nel loro ruolo tradizionale⁹¹, limitandosi semplicemente a valutare il

⁹⁰ HEGGEN J.W., *op. cit.*, p. 1750: «free-speech values are implicated in different ways depending upon the role the CRA played (...) the amount of protection that the First Amendment affords CRAs depends on the role they play».

⁹¹ Secondo l'A. vi è però un caso in cui le agenzie di *rating*, pur operando tradizionalmente, non potrebbero giovare della protezione offerta dal Primo Emendamento, ossia l'ipotesi in cui il giudizio di *rating* non sia questione di pubblico interesse: «The only situation in which CRAs functioning in their traditional role should lose the First Amendment's protection is when the rating is not a matter of public concern. This infirmity will usually only arise when the CRA does not distribute its rating because financial information is a matter of public concern. When CRAs do not disseminate their ratings, they do not add to the marketplace of ideas in a meaningful way, and therefore the ratings do not require the protection of the actual-malice standard. (...) Thus, when CRAs act in a role akin to their traditional role by merely collecting financial data and publishing a rating, courts should afford CRAs the protection of the actual-malice standard. The sole exception is when the CRA does not publish the rating to a large enough audience to be a "matter[] of public concern." In their traditional role, CRAs contribute to the marketplace of ideas by distributing opinions about financial matters. This is true even if an issuer paid the CRA for the rating and notwithstanding any additional uses investors may make of the rating» (HEGGEN J.W., *op. cit.*, pp. 1763-1764). La tesi dell'A. si basa sull'adozione della "marketplace-of-ideas theory" quale spiegazione del diritto alla libertà di parola (*free-speech*) come diritto fondamentale, perciò distingue a seconda che l'informazione contribuisca (informazione pubblica) o non contribuisca (informazione privata) al *marketplace of ideas* («The marketplace-of-ideas theory justifies this different treatment. When a professional gives individualized advice, the information is valuable to the particular client, not to the public.

merito creditizio dell'entità oggetto del proprio giudizio. Nell'ipotesi in cui, invece, il *rater* ricopra anche un ruolo attivo nella strutturazione dello strumento oggetto di giudizio, la tutela costituzionale non potrà operare, configurandosi il *rating* non più come mera *opinion* ma piuttosto come *professional-speech*⁹². In sintesi, «Courts should not apply the actual-malice standard whenever a CRA is a defendant; rather, courts should perform a

Thus, the speech is not contributing to the marketplace of ideas. On the other hand, when a professional gives an opinion to no one in particular, as in a book, the information is generalized and valuable to the public, and thus does contribute to the marketplace of ideas»: p. 1765).

⁹² HEGGEN J.W., *op. cit.*, pp. 1764-1766: «This role differs vastly from the traditional role of CRAs. Here, CRAs are not simply giving their opinion about the creditworthiness of an offering but are helping to design and sell a financial product. Of course, one could argue that regardless of this additional role, the CRA is still offering an opinion in the form of the ratings, that this contributes to the marketplace of ideas, and, as a result, First Amendment protection should apply. However, this role is more appropriately viewed through the lens of the professional–client–speech doctrine than as a contribution to the marketplace of ideas. (...)When CRAs help to structure deals, they are providing individualized advice to the issuer, and courts should view them as professionals advising clients. They help the issuers achieve the structure they want and provide ongoing advice. Because the speech of CRAs does not implicate freespeech values in this context, the First Amendment should not protect CRAs. Therefore, when CRAs assert a First Amendment defense, courts should first determine what role the CRA played. If the CRA acted in its traditional role (akin to the financial press) and the rating was a matter of public concern, then the speech implicates free-speech values and the actual-malice standard is appropriate. However, if the CRA helped structure the deal, then its speech should be viewed as professional speech. As such, the CRA may be held liable if it was negligent in its ratings».

functional analysis to determine what role the CRA played. If the CRA played its traditional role and merely published an opinion, courts should apply the actual-malice standard because the marketplace-of-ideas theory justifies First Amendment protection. If the CRA played an active role in structuring the deal, however, its speech is professional speech, and as such, the First Amendment does not protect it»⁹³.

Altra parte della letteratura non opera alcun distinguo ed esclude *tout-court* l'applicabilità del Primo Emendamento. In questo filone di pensiero si inserisce, ad esempio, Nagy⁹⁴. Secondo l'A. le agenzie di *rating* non dovrebbero godere della protezione offerta dal Primo Emendamento poichè numerosi sono i tratti che distinguono l'attività giornalistica vera e propria dall'attività delle società di *rating*⁹⁵. Un primo tratto distintivo è costituito dal fatto che, mentre le maggiori agenzie di *rating* vengono di norma pagate direttamente dagli emittenti (che sono sia i committenti del *rating* sia l'oggetto della valutazione), la maggior parte dei giornalisti non riceve compensi da parte dei soggetti di cui si occupa⁹⁶. Tale impostazione sembra trovare riscontro

⁹³ HEGGEN J.W., *op. cit.*, p. 1766.

⁹⁴ NAGY T., *op. cit.*, p. 142.

⁹⁵ NAGY T., *op. cit.*, pp. 154 ss.

⁹⁶ NAGY T., *op. cit.*, pp. 155 s..

Contra HEGGEN J.W., *op. cit.*, p. 1762: «Some, though, criticize affording CRAs First Amendment protection even when they act in their traditional role. These critics argue that because issuers pay CRAs to rate the bond, courts should not apply the actual-malice standard. While the analogy to the financial press may break down when CRAs are paid to rate, denying First Amendment protection does not follow from free-speech theory. As long as a CRA's rating reflects its opinion of the issuer's creditworthiness, the benefit to

nella giurisprudenza statunitense: le Corti statunitensi, infatti, pur non avendo assunto una posizione definitiva circa il ruolo che il pagamento delle agenzie da parte degli emittenti svolge rispetto alla possibilità di applicare la tutela offerta dal Primo Emendamento, sembrano più propense ad applicare tale norma nel caso in cui l'agenzia emetta *rating* non richiesti (*unsolicited ratings*) e non solo *rating* dietro pagamento; alcune Corti basano la propria decisione proprio sul fatto che l'agenzia di *rating* valuti tutti gli emittenti, a prescindere dal fatto di ricevere o meno dagli stessi un compenso per l'attività svolta⁹⁷. Tale argomento è stato recentemente accolto anche da una parte della letteratura nostrana, ove vi è chi ritiene che bisognerebbe distinguere tra *rating* sollecitati e *rating* non sollecitati⁹⁸.

Un secondo tratto distintivo che l'A. mette in luce consiste nel fatto che, nel caso di *rating* assegnato a prodotti finanziari strutturati, le agenzie di *rating* appaiono molto più coinvolte nella strutturazione dell'operazione di

the public (and the marketplace of ideas) is the same. To restrict free-speech rights in this way would simply shift the costs of the rating from the issuer of the bond to the investor and because not all potential investors would pay to view the rating, less information would consequently be available to the public».

⁹⁷ NAGY T., *op. cit.*, p. 157.

⁹⁸ Cfr. PICARDI L., *op. cit.*, p. 753: «Si osserva (...) che, se l'analogia con l'attività giornalistica può apparire non del tutto priva di fondamento nel campo dei *ratings* non sollecitati, essa si carica di implicazioni problematiche non appena ci si affaccia al mondo dei *solicited ratings*, operando in tal caso l'agenzia di *rating* in modo simile al revisore nei rapporti con l'emittente. Ed è proprio dalla complessa tematica della responsabilità delle società di revisione verso i soggetti diversi dall'emittente che possono trarsi spunti utili ad un più corretto inquadramento della questione che ci occupa».

quanto non sia un comune giornalista⁹⁹. Anche in questo caso le Corti, pur non avendo preso una posizione definitiva sul punto, appaiono meno propense a riconoscere la *free speech protection* qualora l'agenzia di *rating* abbia giocato un ruolo attivo nella strutturazione dell'operazione¹⁰⁰.

Infine, l'A. nota come il diritto ed i mercati finanziari considerino i *rating* delle agenzie più che semplici opinioni, riguardandole piuttosto come “certificazioni” (*certification*) o “punti di riferimento” (*benchmark*) di una operazione finanziaria piuttosto che come un semplice parere relativo all'operazione¹⁰¹. In realtà, come è stato (ad avviso di chi scrive, giustamente) osservato¹⁰², quest'ultimo argomento non appare dirimente, in quanto la natura giuridica del *rating* non può variare – con tutte le conseguenze che ne discendono in ordine alla tutela riconosciuta dall'ordinamento ed alla disciplina applicabile – a seconda della volontà e delle necessità di coloro che utilizzano il *rating*, attribuendo a quest'ultimo funzioni

⁹⁹ NAGY T., *op. cit.*, p. 156.

¹⁰⁰ NAGY T., *op. cit.*, p. 158.

¹⁰¹ NAGY T., *op. cit.*, p. 156 e p. 159.

¹⁰² HEGGEN J.W., *op. cit.*, pp. 1762-1763: «Some also argue that courts should deny CRAs a free-speech defense if investors view the rating as a certification or a benchmark rather than as an opinion. (...) The argument is that because some investors value ratings as certifications and benchmarks, the ratings are not “mere opinions” and thus are outside the purview of the First Amendment. Again, it does not follow from freespeech theory that this should mean that ratings are not protected speech. It is unclear why, if investors use the ratings as more than “mere opinions,” this additional use strips them of First Amendment protection. They still have information that contributes to the marketplace of ideas even if investors put them to this additional use».

certamente utili per gli investitori, ma che non sono proprie di questo strumento.

In Italia, non superata ma certamente minoritaria¹⁰³ può dirsi quella letteratura che ascrive l'attività delle agenzie di *rating* al diritto costituzionalmente garantito alla libertà di manifestazione del pensiero, prevalendo ormai nettamente la tesi contraria¹⁰⁴, che distingue l'attività di classamento del merito creditizio dall'attività giornalistica/editoriale. Tra gli argomenti addotti a sostegno di tale impostazione particolare consenso incontra quello che nega la natura di mera *opinion* del giudizio di *rating* in considerazione della funzione regolamentare attribuita al *rating*: l'idea di fondo è che, in

¹⁰³ Sottolinea il dato SANNA P., *op. cit.*, pp. 14-15.

¹⁰⁴ Ad esempio, MONTALENTI P., *op. cit.*, p. 512 qualifica l'attività di *rating* come «attività di servizi di valutazione prognostico-statistica, e graduata, del rischio di *default*, rivolta ad un pubblico indifferenziato se *unsolicited* o al committente, con affidamento “esterno”, nel sistema (dominante) c.d. *issuer pays*. Non è, dunque, anche se nei testi inglesi l'espressione *opinion* potrebbe trarre in inganno il traduttore inesperto, mera *δόξα*, di sofistica memoria, bensì previsione prospettica su criteri metodologici statistici, *genus* intermedio tra vera e propria attestazione e mera espressione di una opinione soggettiva, con riflessi precisi, ovviamente, sul piano della responsabilità».

Contrari ad ascrivere l'attività delle agenzie di *rating* al diritto costituzionalmente garantito alla libertà di manifestazione del pensiero sono, tra gli altri, GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, in *Amministrazione e Finanza* 2013, 9, p. 71; GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.* 2013, 5, p. 1458; SANNA P., *op. cit.*, *passim* (es. p. 140); FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, *cit.*, pp. 193 s.; MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.* 2008, 7, *passim*.

un contesto normativo nel quale il *rating* viene ad assumere un rilievo pubblicistico in virtù del valore regolamentare attribuitogli, non appare sostenibile affermare che esso possa essere qualificato alla stregua di una mera opinione giornalistica¹⁰⁵.

¹⁰⁵ In tal senso, PINELLI C., *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, cit.; PIANESI L., *op. cit.*, pp. 200-201, il quale in particolare parla di “mutazione genetica” del *rating* a seguito della sua inclusione all’interno della regolazione («La *regulatory license view*, pur a fronte delle contestazioni che le sono state opposte, suggerisce dunque una conclusione diversa in conseguenza del ruolo svolto dalla regolazione. Se, infatti, in assenza di regolazione basata sul *rating* questo potrebbe effettivamente essere ricondotto ad un parere che l’investitore deve utilizzare o inserendolo nel più ampio contesto delle informazioni da lui assunte allorché si diriga verso un dato investimento o, qualora gli attribuisca un ruolo esaustivo, ponendolo a base delle sue scelte di investimento, quando la regolazione si appropria del *rating*, incorporandolo in misure regolatorie, più o meno pervasive, il *rating* assume una valenza ben diversa, acquisendo una rilevanza che trascende il livello della mera espressione di un’opinione, per giungere ad un rilievo di tipo pubblicistico. Se di opinione giornalistica si tratta, essa in seguito all’intervento della regolazione sembra subire una sorta di mutazione genetica che la rende non più un semplice parere espresso da un soggetto nell’ambito di un rapporto di natura eminentemente privatistica con un altro soggetto che lo richiede, ma piuttosto una specie di certificazione delle caratteristiche possedute dal soggetto o dal prodotto finanziario sottoposto al giudizio delle CRAS che consente la sottoposizione a specifiche e diverse regolamentazioni. Il fenomeno del *rating*, in sostanza, assume le fattezze di una privatizzazione di una funzione pubblica, quella della verifica del possesso di determinate caratteristiche per l’accesso ad alcuni mercati o ad alcuni benefici regolatori, con il suo conferimento a soggetti privati, che non hanno alcuna intenzione di modificare le modalità della loro azione in seguito all’assegnazione di un simile compito. All’assunzione di tale valenza pubblicistica, del resto, non ha corrisposto per lungo tempo

La dottrina italiana, inoltre, richiamando quella giurisprudenza che in più occasioni ha affermato che la mancata comunicazione del *rating* all'investitore costituisce la violazione di uno dei più elementari obblighi

una regolamentazione adeguata delle agenzie di *rating* sotto diversi punti di vista. Il legislatore che ha attribuito ai *rating* delle CRAS una simile valenza sembra in realtà essere rimasto a metà del guado, indeciso tra il procedere oltre sino ad intervenire sulle CRAS per disegnarne coerentemente ruolo e responsabilità o l'indietreggiare per tornare alla sponda privatistica dalla quale si era partiti ed alla quale le stesse CRAS sono pervicacemente aggrappate. L'ambiguità del ruolo e della natura dei *rating* appare di tutta evidenza se si pone attenzione proprio al profilo relativo alla responsabilità delle CRAS, delle quali viene lamentata la sostanziale irresponsabilità, fondata sulla configurazione dei giudizi di *rating* come *opinions*, protette dal I emendamento. Laddove, però, i pubblici poteri attribuiscono ai *rating* un ruolo che travalica quello della mera espressione di un parere, conferendo agli stessi una valenza *lato sensu* certificativa, la "mutazione genetica" a cui quei pareri sono sottoposti schiude il quadro dell'affidamento a privati di una funzione pubblica, che reclama però una precisa cornice regolatoria»; SANNA P., *op. cit.*, pp. 67-68, che sottolinea il ruolo di *gatekeeping* svolto dalle agenzie di *rating* del credito («Proprio gli obblighi di condotta ed organizzativi sanciti prima da Basilea II per le *ECAI*, ed in seguito resi assai più stringenti dal reg. 1060/2009 per tutte le agenzie di *rating* ricadenti nel suo ampio raggio applicativo, nonché il loro ruolo di *gatekeeper* esercenti una funzione di controllo su accesso e permanenza in un mercato, non permettono di ricondurre il *rating* del merito creditizio ad un ambito protetto dalla libertà di manifestazione del pensiero, come tale esclusivamente assoggettabile a regole mercantili di *moral suasion* ed immune da responsabilità risarcitoria »); DI RIENZO M., *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in AA. VV., *Le fonti private del diritto commerciale*, a cura di V. Cataldo e P. Sanfilippo, Milano, 2008, p. 274.

informativi da parte dell'intermediario finanziario¹⁰⁶, ha posto in evidenza come «sarebbe alquanto contraddittorio

¹⁰⁶ Cfr. Tribunale Catania, 5 maggio 2006, in *Diritto e pratica delle società* 2007, 2, 76: «L'intermediario finanziario, in qualità di operatore qualificato, ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico né approssimativo la natura dell'investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di "rating", trattandosi di un dato che costituisce fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore, che la banca è normalmente in grado di conoscere, essendo comunque obbligata ad acquisire tali informazioni in base all'art. 26 comma 1, lett. e), reg. Consob»; Tribunale Cagliari, 2 gennaio 2006, n. 43, in *Resp. civ. e prev.* 2007, 4, 911 (s.m.) (nota di FACCI): «Non può porre in essere una decisione consapevole l'investitore al quale vengano taciute informazioni quali la destinazione dei prodotti negoziati a soggetti istituzionali, l'assenza di prospetto informativo e di rating nonché i dati (che l'intermediario aveva il dovere di acquisire e conoscere) sulla situazione di indebitamento dell'emittente»; Tribunale Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Resp. civ. e prev.* 2007, 4, 911 (s.m.) (nota di FACCI): «Non assolve ai propri doveri informativi la banca che si limiti a classificare come inadeguata l'operazione senza fornire alcuna indicazione circa il rating accordato alle obbligazioni argentine dalle maggiori agenzie (Moody's, Standard & Poor's, Fitch), rating che, nel 1998, era "BB+" ridotto poi a "BB" ed ancora a "B+" (già nel 1998 pertanto tali titoli erano inseriti nelle categorie speculative, quando le obbligazioni degli Stati considerati sicuri si inserivano in valutazione "AA" o "A"). Il rating costituisce sicuramente un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata comunicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi».

Cfr. FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 190: «Sarebbe, pertanto, contraddittorio ravvisare l'esistenza di un nesso causale tra la mancata comunicazione del *rating* da parte dell'intermediario e la scelta d'investimento e negare, invece, il rapporto nell'ipotesi di

sostenere che l'intermediario venga meno ai propri doveri di informazione allorché non comunichi il rating e poi non prevedere alcuna conseguenza per le agenzie quando il giudizio assegnato risulti errato»¹⁰⁷.

In senso contrario all'equiparazione tra attività di *rating* ed attività giornalistica si sono, infine, espresse anche le istituzioni europee. Il Parlamento europeo già nel 2004 (ossia prima dell'intervento normativo comunitario) ha affermato che l'analogia tra l'attività delle agenzie di *rating* e l'attività giornalistica semplicemente «non regge dal momento in cui i rating diventano parte del meccanismo di regolamentazione dei mercati finanziari, anche contro l'opinione delle agenzie di rating. La libertà di stampa implica il diritto, da parte del pubblico, di

rating erroneo, rilasciato dall'agenzia. In altre parole, la finalità del rating, volta a consentire ai risparmiatori scelte maggiormente consapevoli, agevola il ricorso alle presunzioni, consentendo di fondare una presunzione semplice di causalità efficiente e di ipotizzare la sussistenza di un nesso causale "tipizzato" tra il fatto doloso o colposo dell'agenzia ed il pregiudizio subito dal terzo». Cfr. altresì PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 151: «Ovviamente l'investitore dovrà provare questo effettivo nesso causale tra *rating* elevato e conclusione del contratto, che però nel contesto italiano sembra *prima facie* meno arduo che nell'ordinamento americano. Infatti, oltre alle svariate norme che, imponendo una divulgazione presso il pubblico di informazioni finanziarie corrette ed obbiettive, sembrano implicitamente insistere sul doveroso carattere di affidabilità delle medesime, la giurisprudenza stessa ha in diverse sue pronunce considerato il *rating* un parametro indispensabile nella valutazione dello strumento finanziario da collocare, includendolo nell'informativa che gli intermediari sono obbligatoriamente tenuti a dare alle proprie controparti contrattuali».

¹⁰⁷ FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 913.

ignorare i pareri espressi nella stampa senza subire conseguenze legali. Ciò non è il caso per quanto riguarda i pareri espressi dalle agenzie di rating dato che il rating della qualità d'investimento costituisce un presupposto fondamentale per poter collocare le proprie obbligazioni presso investitori istituzionali. Inoltre, le agenzie hanno un accesso preferenziale a informazioni privilegiate e devono pertanto essere tenute responsabili per quanto riguarda l'uso che fanno di siffatte informazioni. D'altro lato, non si può ammettere che regolamentazioni supplementari, estese alle agenzie di rating, violino la loro indipendenza di opinione»¹⁰⁸. Tale orientamento può dirsi oggi consolidato a fronte dell'introduzione dell'art. 35 *bis* nel Regolamento CE n. 1060/2009, ad opera del recente Regolamento UE n. 462/2013, che espressamente disciplina la responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito, senza fare alcun richiamo alle garanzie previste per l'attività giornalistica, con ciò implicitamente riconoscendo che le agenzie di *rating* del credito *non* sono giornalisti finanziari.

In conclusione, la tesi che riconduce l'attività di assegnazione e diffusione dei giudizi di *rating* del credito

¹⁰⁸ Parlamento europeo, Commissione per i problemi economici e monetari, *Relazione sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating* (2003/2081 (INI)), 29 gennaio 2004, consultabile all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A5-2004-0040&language=IT#title2>, p. 11 (a cui ha poi fatto seguito la *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating* (2003/2081 (INI)), 10 febbraio 2004, in Gazzetta ufficiale dell'U.e. C 97 del 22 aprile 2004, consultabile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:097E:0117:0121:IT:PDF> o all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P5-TA-2004-0080+0+DOC+XML+V0//IT>).

nell'alveo della attività giornalistica, con conseguente riconoscimento delle relative garanzie e tutele, sebbene non unanimemente disattesa (permangono, difatti, voci favorevoli al suo accoglimento), appare ormai minoritaria. Ne consegue che la società di *rating* che diffonda un *rating* inesatto che cagioni pregiudizio alle ragioni degli investitori e/o a quelle degli emittenti sarà chiamata a rispondere del danno come qualsiasi altro professionista, secondo le comuni regole della responsabilità civile.

SEZIONE II

LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING* NEI CONFRONTI DEGLI INVESTITORI

SOMMARIO: 1. Profili di responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori – 2. La responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti degli investitori – 2.1. Onere probatorio ed imputabilità dell'inadempimento – 2.2. Il danno risarcibile – 2.3. Le clausole di esonero da responsabilità e le clausole di manleva – 3. Responsabilità non contrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori – 3.1. La responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori – 3.1.1. Il problema dell'individuazione del danno ingiusto – 3.1.2. La prova del nesso causale – 3.1.3. La prova dell'elemento soggettivo in capo al danneggiante – 3.1.4. L'evento di danno e la sua quantificazione – 3.2. La responsabilità da contatto sociale qualificato nei confronti degli investitori – 4. L'investitore-risparmiatore può essere considerato consumatore? – 5. Questioni di diritto internazionale privato – 6. La responsabilità dell'ESMA

1. Profili di responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori

La prima ipotesi che si sottopone ad esame è quella più comune, ossia la responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori.

Gli investitori sono gli utenti finali dei giudizi di *rating*: tali giudizi costituiscono per loro (sia per gli investitori professionali sia – soprattutto – per gli investitori *retail*, che normalmente hanno una conoscenza

limitata dei complessi meccanismi che regolano i mercati finanziari) un elemento importante (talvolta, addirittura, quello principale) sul quale improntare le proprie scelte finanziarie di investimento, mantenimento o disinvestimento.

Si possono immaginare diversi scenari nei quali la diffusione di un *rating* non corretto possa arrecare pregiudizio agli investitori che sullo stesso abbiano fatto affidamento per assumere decisioni relative alla gestione del proprio portafoglio finanziario. L'ipotesi più comune è quella in cui gli investitori siano indotti ad acquistare un certo titolo in virtù del *rating* elevato di cui lo stesso gode; *rating* che si rivela però essere eccessivamente favorevole e non corrispondente al reale merito creditizio dell'entità oggetto della valutazione. In tal caso la diffusione del *rating* eccessivamente favorevole può condizionare la volontà dell'investitore determinandolo ad acquistare titoli che, altrimenti, non avrebbe acquistato; oppure, nel caso in cui l'investitore avrebbe comunque acquistato quei titoli anche se dotati di un *rating* inferiore, può rendere deteriori le condizioni dell'investimento (prezzo di acquisto più elevato, rendimento promesso più basso).

Si può ipotizzare anche lo scenario opposto, ossia quello in cui il *rating* assegnato dall'agenzia sia errato per difetto, ossia troppo basso; è ben possibile che in tal caso l'investitore si astenga dall'effettuare un determinato investimento a causa della pubblicazione del *rating* negativo, che però successivamente si rivela essere non corretto. In questa ipotesi l'investitore lamenta il mancato investimento (ossia non una perdita, ma un mancato guadagno) dovuto all'emissione di un *rating* negativo rivelatosi poi infondato; viene dunque in rilievo «una lesione in senso negativo della libertà contrattuale del risparmiatore, il quale è stato indotto a non concludere un

contratto di investimento che, invece, sarebbe stato concluso, se la valutazione fosse stata corretta. In tal caso, pertanto, l'evento di danno lamentato sarebbe rappresentato dal guadagno che l'investitore, invece, avrebbe ricavato ponendo in essere l'investimento»¹⁰⁹.

È, altresì, possibile che l'investitore si determini a vendere un titolo il cui *rating* abbia subito un declassamento (*downgrading*) ingiustificato. Altra eventualità è che l'investitore venda un titolo che aveva comunque intenzione di vendere, ma ad un prezzo inferiore al suo valore reale (in questa ipotesi, cioè, il declassamento non determina la volontà dell'investitore, inducendolo a disinvestire, ma incide sulla quotazione dei titoli che l'investitore aliena e, di conseguenza, sul corrispettivo che quest'ultimo percepisce).

Altra ipotesi ancora è che l'investitore sia indotto a mantenere un titolo già acquistato nel proprio portafoglio di investimento in quanto l'iniziale *rating* positivo non viene sottoposto a revisione a seguito di significative modificazioni in senso peggiorativo del rischio di credito dell'emittente; in questa ipotesi il problema nasce dal fatto che il giudizio originariamente assegnato, pur essendo corretto, non viene diligentemente monitorato e tempestivamente aggiornato a seguito dell'intervenuta modificazione dell'affidabilità creditizia dell'entità oggetto del *rating*, cosicché l'investitore non sarà in grado di percepire il deterioramento del merito di credito del prodotto finanziario e prendere, conseguentemente, i provvedimenti che ritiene più opportuni (ad esempio, disinvestire totalmente o parzialmente ed impiegare diversamente le proprie risorse).

¹⁰⁹ FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 178.

Le ipotesi testè enunciate possono venire ad inserirsi tanto in un contesto di responsabilità contrattuale quanto in uno di responsabilità extracontrattuale, a seconda del rapporto intercorrente tra l'agenzia di *rating* e l'investitore¹¹⁰. Si ricorda, difatti, che gli investitori possono essere soggetti terzi rispetto all'agenzia, per non aver sottoscritto con la medesima alcun contratto ed aver appreso la valutazione dell'agenzia non direttamente dalla stessa bensì *aliunde* (ad es. *rating* divulgato attraverso mezzi di comunicazione di massa); oppure possono essere controparti contrattuali dell'agenzia, per aver stipulato con la medesima un contratto di abbonamento al servizio di *rating* o anche solo un accordo *una tantum* per la valutazione di una specifica entità, dietro pagamento di un corrispettivo; o, ancora, possono essersi registrati gratuitamente sul sito *web* dell'agenzia di *rating* e, in tal modo, avere avuto accesso ai giudizi emessi dall'agenzia¹¹¹.

Il problema del danno cagionato all'investitore dalla divulgazione di un *rating* non corretto costituisce oramai l'ipotesi classica intorno alla quale ruota la questione della configurabilità o meno di una qualche forma di

¹¹⁰ MAZZONI A., *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Anal. giur. econ.* 2002, 1, pp. 209 ss. parla di terzi remoti (ossia «investitori non identificabili *ab origine* dall'analista finanziario e che non agiscano in qualità di danneggiati dalla diffusione di un prospetto (in senso tecnico) falso»: p. 231) e terzi prossimi (ossia «banche o *securities houses* o investitori istituzionali (più raramente, persone fisiche con grandi disponibilità finanziarie che curano direttamente i propri investimenti), che l'analista sa o dovrebbe sapere che operano in simbiosi informativa con la propria controparte contrattuale diretta»: p. 220).

¹¹¹ SCARONI C., *op. cit.*, pp. 774 s..

responsabilità a carico delle agenzie di *rating* per i danni prodotti dalla diffusione di *rating* inesatti. Si tratta, infatti, della questione che con più vigore è emersa a seguito delle sfortunate vicende finanziarie degli ultimi anni ed è quella intorno alla quale più si sono concentrati gli sforzi interpretativi della letteratura e della giurisprudenza. In particolare, il problema sorge quando il terzo si determina ad investire facendo affidamento sul *rating* positivo attribuito dall'agenzia ad un determinato emittente e/o prodotto, salvo poi scoprire che il *rating* attribuito non era corretto, essendo la situazione creditizia dell'emittente peggiore rispetto a quella corrispondente al *rating* assegnato; l'emittente diviene inaspettatamente insolvente, con conseguente grave pregiudizio per l'investitore.

Nella presente sezione il discorso procederà nel modo che segue. Si principierà l'analisi sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori dall'esame delle fattispecie di responsabilità contrattuale, che sono quelle che sollevano minori problemi (paragrafo 2). Si passerà, poi, ad analizzare quelle ipotesi in cui tra investitore ed agenzia di *rating* non sussista alcun vincolo contrattuale, interrogandosi se tali fattispecie debbano essere inquadrare nell'alveo della responsabilità extracontrattuale oppure nella nuova figura della responsabilità da contatto sociale qualificato (paragrafo 3). Conclusa l'analisi delle fattispecie di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale, si accennerà brevemente alla questione circa la possibilità o meno di qualificare l'investitore non professionale o *retail* (ossia il risparmiatore) come consumatore, ponendo in luce le conseguenze più rilevanti che dall'accoglimento di una tale qualificazione discenderebbero nella materia in esame (paragrafo 4). L'analisi seguirà con qualche cenno ai profili di diritto internazionale privato (paragrafo 5).

Infine, verrà svolta qualche rapida considerazione sull'eventuale corresponsabilità dell'ESMA, ossia l'Autorità europea deputata a vigilare sul rispetto del Regolamento comunitario da parte delle agenzie di *rating* registrate (paragrafo 6).

2. La responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti degli investitori

Le agenzie di *rating* possono essere chiamate a rispondere dei danni prodotti dall'emissione di *rating* non corretti a titolo di responsabilità contrattuale qualora tra il soggetto che assume di aver subito il danno e l'agenzia di *rating* che ha emesso la valutazione inesatta sussista un vincolo di natura negoziale. Il punto è pacifico. Come ha posto in evidenza la dottrina, se il rapporto che vincola l'informatore all'informato «assume veste contrattuale, ed è specificamente inteso a fornire prestazioni di questo tipo, è inevitabile la conclusione che accolla all'informatore le conseguenze negative che si sono ripercosse sulla situazione patrimoniale dell'informato, il quale aveva fatto affidamento sulla esattezza dei dati per valutare l'opportunità dell'operazione economica conclusa»¹¹². Ed ancora, «né in termini generali, né con riferimento al *rating*, si pone un problema di rilevanza dell'affidamento come fondamento della responsabilità, né tanto meno ne è discussa la natura, allorquando l'informazione inesatta sia stata data in adempimento di una specifica obbligazione di informazione *ex contractu* od *ex lege*. Nei casi considerati,

¹¹² ALPA G., *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1123.

il danno da informazioni inesatte non potrà che essere risarcito *de plano* in via contrattuale *ex art. 1218 c.c.*»¹¹³.

Ad ogni modo, la configurabilità di una responsabilità di tipo contrattuale non esclude che si possano ravvisare anche profili di responsabilità extracontrattuale, in quanto «la responsabilità extracontrattuale concorre con quella derivante da contratto ogni volta che all'inadempimento di una disposizione negoziale si accompagna la violazione dell'obbligo generico del *neminem laedere*, codificato dall'art. 2043 c.c.»¹¹⁴.

Sebbene il modello *issuer pays* (in base al quale, si ricorda, le agenzie di *rating* sono remunerate direttamente dall'emittente che richiede la valutazione) sia oggigiorno il *business model* più diffuso, non è escluso che in talune (seppur più rare) ipotesi il vincolo contrattuale intercorra direttamente tra l'investitore e l'agenzia di *rating*¹¹⁵.

La dottrina ha individuato due differenti ipotesi, a seconda che il contratto intercorrente tra il *rater* e

¹¹³ SANNA P., *op. cit.*, p. 92, nt. 110.

¹¹⁴ MUSOLINO G., *Contratto d'opera professionale. Artt. 2229-2238*, fa parte di *Il Codice Civile. Commentario*, fondato e già diretto da P. Schlesinger, continuato da F.D. Busnelli, Giuffrè, Milano, 2009, p. 360.

¹¹⁵ Ricorda PIANESI L., *op. cit.*, p. 184, nt. 18: «di recente si sono affacciate sul mercato agenzie che adottano il diverso modello del pagamento da parte dell'investitore: cfr. SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, luglio 2008, in <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, 39». Ed ancora: «Negli ultimi anni, le difficoltà incontrate nella penetrazione del mercato hanno indotte le agenzie minori ad offrire – direttamente agli investitori – servizi di abbonamento ad una serie di *unsolicited ratings*, ossia l'accesso a pagamento alle relazioni sul merito del credito di imprese su cui il mercato offre limitate informazioni finanziarie» (TONELLO M., *op. cit.*, p. 932).

l'investitore abbia natura onerosa oppure gratuita¹¹⁶. Ricorre la prima ipotesi (contratto a titolo oneroso¹¹⁷) nel caso in cui o l'investitore commissioni direttamente al

¹¹⁶ Si ricorda brevemente che la distinzione tra atti onerosi e atti gratuiti rileva tendenzialmente nel senso di una maggiore tutela del contraente a titolo oneroso e che il titolo gratuito comporta una minore responsabilità per l'inadempimento (cfr. BIANCA C.M., *Il contratto*, fa parte di *Diritto civile*, 2^a ed., Giuffrè, Milano, 2000, pp. 496-497).

Con specifico riferimento all'ipotesi di registrazione dell'utente a sito *web*, cfr. SAMMARCO P., *Le clausole contrattuali di esonero e trasferimento della responsabilità inserite nei termini d'uso dei servizi del web 2.0*, in *Dir. informazione informatica* 2010, 4-5, p. 631: «Appurato che la responsabilità in capo al fornitore dei servizi non può ritenersi esclusa, si tratta ora però di valutare se, trattandosi di uno schema negoziale a carattere gratuito, che non presuppone alcun onere di tipo economico a carico dell'utente, la responsabilità contrattuale del "licenziante" per eventi collegati alla fruizione dei servizi, possa ritenersi in qualche misura affievolita e, quindi, essere valutata con minore rigore. (...) Il nostro ordinamento ha già previsto alcune fattispecie negoziali in cui, qualora il contratto sia caratterizzato dalla gratuità, la responsabilità per colpa è valutata con minor rigore; si pensi all'ipotesi del mandato gratuito (art. 1710 cod. civ.), al deposito gratuito (1768, 2° comma, cod. civ.) ed al trasporto gratuito (1681, 3° comma, cod. civ.). La responsabilità derivante da prestazioni effettuate a titolo di mera cortesia è valutata con minor rigore in relazione all'esigenza di non scoraggiare simili atti. Queste indicazioni inducono allora a ritenere che non vi siano ostacoli per poter estendere tale principio a tutti i contratti gratuiti e quindi anche agli schemi negoziali aventi ad oggetto la concessione di servizi».

¹¹⁷ Si ricorda che «[i]l contratto è a titolo oneroso quando alla prestazione principale di una parte corrisponde una prestazione principale a carico dell'altra. L'onerosità si riscontra nei contratti a prestazioni corrispettive e nei contratti associativi» (BIANCA C.M., *op. cit.*, p. 493).

rater la valutazione di un prodotto od un emittente di suo interesse, affidando l'incarico di valutarne il merito creditizio all'agenzia ed obbligandosi a pagare il corrispettivo pattuito (si tratta, in questo caso, di un accordo *una tantum*), oppure nel caso in cui l'investitore sottoscriva con l'agenzia un contratto di abbonamento ai servizi di *rating*, in virtù del quale essere messo a conoscenza dei *rating* emessi dall'agenzia. In entrambi i casi ricorre il c.d. *investor pays model*, in quanto l'agenzia percepisce il corrispettivo per la propria attività di classamento del merito creditizio direttamente dall'investitore.

Si è, invece, ipotizzato che ricorra la seconda ipotesi (contratto a titolo gratuito¹¹⁸) nel caso in cui l'investitore provveda a registrarsi (gratuitamente) sul sito *web* dell'agenzia di *rating* e, in forza di detta registrazione, acceda ai contenuti messi a disposizione dall'agenzia agli utenti registrati¹¹⁹.

La prima fattispecie (contratto a titolo oneroso) non solleva particolari problemi. Ci si potrà interrogare su quale disciplina sia in concreto applicabile (ad es., artt. 1176, 1229, 2236 cod. civ. etc.), ma è indubbio che le parti sono legate da un vincolo contrattuale (consensuale, oneroso, sinallagmatico). Se l'investitore ha espressamente

¹¹⁸ Si ricorda che «[i]l contratto è a titolo gratuito quando conferisce un bene o un servizio senza una corrispondente prestazione a carico del beneficiario» (BIANCA C.M., *op. cit.*, p. 494).

¹¹⁹ Si ricorda che, in generale, gli atti gratuiti sono «atti compiuti spontaneamente, *nullo iure cogente*, e soprattutto in assenza di un corrispettivo immediato e diretto (quest'ultima sembrerebbe la nota realmente caratterizzante)» (BOZZI L., *Alla ricerca del contratto gratuito atipico*, in *Riv. dir. civ.* 2004, 2, II, p. 211). La gratuità non deve essere confusa con la liberalità.

commissionato il *rating* o se, più semplicemente, ha sottoscritto con l'agenzia di *rating* un contratto di abbonamento ai suoi servizi e se le valutazioni emesse dalle agenzie di *rating* in virtù di detti contratti si rivelano inesatte non vi è dubbio che si tratti di responsabilità contrattuale per inadempimento *ex art.* 1218 cod. civ.¹²⁰. L'unico punto che può destare dubbi riguarda la qualificazione giuridica del contratto di *rating*, nel quale sono rinvenibili «prestazioni astrattamente riconducibili al contratto d'opera, all'appalto di servizi oppure al mandato»¹²¹. L'opinione prevalente è nel senso di qualificare il contratto di *rating* come contratto di prestazione d'opera professionale, *ex artt.* 2229 ss. cod. civ.¹²².

¹²⁰ Così SCARONI C., *op. cit.*, p. 804.

¹²¹ MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti* 2010, 4, p. 289.

¹²² In tal senso anche PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, *cit.*, p. 150 afferma che la responsabilità dell'agenzia «essendo il *rating* per sua natura una valutazione complessa e fondata su variabili probabilistiche – quindi non scientificamente inoppugnabile – potrebbe essere ragionevolmente attratta nella fattispecie della prestazione d'opera intellettuale di speciale difficoltà di cui all'art. 2236 c.c. e conseguentemente configurarsi come una mera responsabilità per colpa grave».

Così anche la giurisprudenza. Cfr. Tribunale di Milano, sesta sezione civile, 1° luglio 2011, n. 8790, in *Società* 2011, 12, pp. 1444 ss. (commento di GIUDICI), che implicitamente qualifica le agenzie di *rating* come professionisti intellettuali (lo pongono in evidenza PONZANELLI G., *op. cit.*, p. 448; MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.* 2012, 5, p. 354).

Più peculiare la seconda ipotesi (contratto a titolo gratuito), che ha portato la dottrina ad interrogarsi se la registrazione (gratuita) dell'investitore al sito *web* dell'agenzia di *rating* sia idonea a dar vita ad un rapporto negoziale tra l'agenzia di *rating* e l'investitore medesimo¹²³. Secondo la dottrina che si è soffermata ad indagare la questione, la registrazione e l'accesso dell'investitore al sito *web* dell'agenzia di *rating* potrebbe configurare un vero e proprio contratto gratuito atipico¹²⁴. In particolare, la dottrina in questione si è domandata quale sia l'esatta configurazione giuridica di quei *terms of use* che l'utente è chiamato ad accettare all'atto della registrazione sul sito *web* (non solo – come nel caso che qui interessa – dell'agenzia di *rating*, ma anche di motori di ricerca, *social network*, etc.) per poter accedere ai relativi contenuti. Escluso che si tratti di «un'epifania espressiva di un regolamento negoziale riconducibile al paradigma delle licenze d'uso di un bene immateriale»¹²⁵, l'attenzione si concentra sulla categoria dei c.d. “negozi gratuiti atipici”, ossia «quei negozi privi di intento liberale

¹²³ Già DI NOLA A., *op. cit.*, pp. 351 ss. si interrogava sulla qualificazione giuridica del rapporto nel caso in cui l'informazione fosse fornita gratuitamente; l'A., respinta la tesi secondo cui l'informazione gratuita dovrebbe equipararsi al consiglio e che, quindi, la stessa non darebbe origine ad alcun vincolo giuridico, affermava: «è evidente che colui che promette di fornire un'informazione gratuita si obbliga a prestare un servizio e quindi noi ci troviamo di fronte ad un contratto sui generis, in tutto e per tutto simile al contratto di locazione d'opera, dal quale si differenzia soltanto per la gratuità, onde è che ad esso saranno applicabili tutte le norme che regolano il contratto di locazione d'opera, all'infuori di quelle che si riferiscono alla mercede» (p. 352).

¹²⁴ SANNA P., *op. cit.*, pp. 123 ss..

¹²⁵ SANNA P., *op. cit.*, p. 124.

e caratterizzati dal perseguimento di un apprezzabile interesse patrimoniale, dove il sacrificio economico del disponente non viene compensato da una controprestazione o da un corrispettivo immediato e diretto, bensì da un vantaggio economicamente valutabile ottenuto in altro modo e dove prestazione ed utilità perseguita dall'autore dell'atto appaiono connessi per essere inseriti in un'operazione giuridico-economica unitaria»¹²⁶. In particolare, «[l]'elemento della gratuità connotante le licenze d'uso attribuite dai *terms of use* ha (...) spinto la dottrina a qualificarle come “negozi gratuiti atipici”»¹²⁷. Nei contratti gratuiti vi è dunque una parte (nella specie, l'agenzia di *rating*) che effettua una prestazione senza ricevere alcuna controprestazione in cambio dalla controparte contrattuale (nella specie, l'investitore), non però per spirito di liberalità (chè altrimenti si configurerebbe un contratto di donazione), ma perché ha un interesse economicamente valutabile all'effettuazione di quella prestazione. Affinché la registrazione gratuita dell'investitore al sito *web* dell'agenzia possa effettivamente configurare un negozio gratuito atipico è allora necessario individuare quale sia il vantaggio economico in funzione del quale l'agenzia di *rating* esegue la propria prestazione a favore dell'utente, «senza dimenticare che, per connotare causalmente il negozio, quel vantaggio dovrà essere dotato di una valenza funzionalizzante rispetto alla struttura del rapporto»¹²⁸. E la citata dottrina non fatica ad individuare il vantaggio economico dell'agenzia di *rating* nell'interesse che la

¹²⁶ SANNA P., *op. cit.*, pp. 124 s..

¹²⁷ SANNA P., *op. cit.*, p. 124.

¹²⁸ SANNA P., *op. cit.*, p. 125.

In generale, cfr. SAMMARCO P., *op. cit.*, p. 631.

stessa ha a che i suoi giudizi siano diffusi e conosciuti tra il pubblico, sia per valorizzare la funzione segnalativa del *rating* (che risulterebbe gravemente mortificata ove lo stesso non raggiungesse la platea di coloro che, a diverso titolo, operano sul mercato dei capitali), sia perché è interesse degli stessi emittenti, che retribuiscono l'agenzia per essere valutati (*issuer paid rating*), far conoscere il proprio merito di credito¹²⁹. L'attività di classamento del merito creditizio, eccetto ipotesi marginali, trova infatti la propria ragion d'essere nella diffusione al pubblico delle valutazioni emesse dalle agenzie, valutazioni che in tanto sono in grado di colmare il dislivello informativo esistente tra il lato della domanda ed il lato dell'offerta in quanto siano rese conoscibili al mercato.

Altra dottrina¹³⁰, invece, individua nella registrazione dell'investitore al sito *web* dell'agenzia di *rating* non la conclusione di un vero e proprio contratto (gratuito, atipico), ma, piuttosto, quel contatto sociale qualificato che genera un affidamento tutelabile attraverso l'applicazione delle norme dettate in materia di responsabilità contrattuale¹³¹. Anche in ipotesi di responsabilità da

¹²⁹ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, pp. 125-127.

¹³⁰ SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, cit., p. 348, nt. 213.

¹³¹ In materia, cfr. altresì TROISI A., *op. cit.*, pp. 209-210, la quale si chiede se la tesi della responsabilità da contatto sociale delle agenzie di *rating* «possa trovare ulteriore supporto in presenza delle odierne tecniche di comunicazione informatica che sembrano in grado di ampliare la configurabilità del “contatto sociale”; sì che quest'ultimo divenga ravvisabile ogniqualvolta il ricorso a forme relazionali di tipo innovativo (*internet, call conference, etc.*) rendano attuabili meccanismi di interazione destinati, sul piano delle concretezze, a dar vita a rapporti sui quali il *rating* esplica la sua funzione. A ben considerare, infatti, la nozione di contatto sociale non va necessariamente circoscritta a casi nei quali si

contatto sociale qualificato la disciplina applicabile sarà, comunque, quella della responsabilità contrattuale da inadempimento *ex art. 1218 cod. civ.*, sicché la distinzione tra l'una e l'altra configurazione appare più teorica che non sostanziale.

Se quanto testè detto lascerebbe intendere che la dottrina (quantomeno quella riportata) sia senz'altro propensa ad applicare la disciplina della responsabilità contrattuale in ipotesi di registrazione dell'investitore al sito *web* dell'agenzia di *rating* (vuoi facendo ricorso allo schema del contratto gratuito atipico, vuoi facendo ricorso al paradigma della responsabilità da contatto sociale), in realtà la situazione non è così piana ed ulteriori considerazioni si impongono. La medesima letteratura che si sofferma ad indagare sulla configurabilità di un negozio gratuito atipico e che sembrerebbe propendere per la soluzione affermativa esprime, in altra parte del proprio lavoro, forti dubbi e perplessità rispetto alla possibilità di applicare, in ipotesi di registrazione dell'investitore al sito *web* dell'agenzia, la disciplina della responsabilità contrattuale per i danni cagionati dalla diffusione di valutazioni erranee, non solo in termini di responsabilità contrattuale vera e propria, ma anche in termini di

riscontrano forme di incontro diretto tra più soggetti; sulla base di quanto si è testè detto, essa potrebbe registrarsi anche in presenza di informazioni (potenzialmente rivolte ad una indistinta pluralità di soggetti) diffuse mediante meccanismi telematici di trasmissione». Il semplice utilizzo del supporto informatico quale mezzo di diffusione del *rating* del credito, in mancanza di qualsiasi, sia pur minimo, indice relazionale (quale potrebbe essere, ad esempio, la registrazione al sito *web*), che renda, se non determinati, quanto meno determinabili i soggetti ai quali l'informazione è rivolta, non appare, invero, per sé solo, sufficiente a determinare il sorgere di una responsabilità da contatto sociale.

responsabilità da contatto sociale qualificato¹³². Le critiche sollevate paiono, almeno in parte, superabili.

¹³² Il riferimento è a SANNA P., *op. cit.*, pp. 121-122, che svolge le seguenti considerazioni: «Ora, al riguardo, vi è da osservare, in primo luogo, che la richiesta di registrazione dell'utente resta solo eventuale – essendo i voti di *rating* informazioni pubbliche, come tali disponibili, non appena comunicate per la prima volta, alla platea indistinta dei risparmiatori, il singolo investitore ne potrebbe venire a conoscenza *aliunde* – pertanto, là dove le informazioni fossero rese disponibili senza quel “filtro”, non sarebbe dato rinvenire neanche quel larvato contatto sociale. In secondo luogo, non può non suscitare perplessità l'ulteriore “sublimazione” o “spiritualizzazione” del contatto sociale che ben si coglie quando si raffronti la fattispecie considerata con quelle del rapporto medico-paziente ovvero dell'insegnante-allievo minore: mentre, infatti, le ultime ipotesi si mostrano caratterizzate da una forte intensità dell'impatto relazionale e da un elevato grado di coinvolgimento, anche “fisico”, dei soggetti coinvolti, la prima ne è invece del tutto priva, connotandosi, al contrario, per un labilissimo indice di relazionalità che, ove ritenuto idoneo a contrattualizzare il rapporto, moltiplicherebbe il timore che ogni rapporto possa essere “contrattualizzato” (tanto più che in ogni rapporto umano sussiste, a volerla rinvenire, una qualche forma, seppur minima, di relazionalità). Nello specifico, in aggiunta, l'idea di qualificare come “contatto sociale” l'accesso previa registrazione al sito *web* della società di *rating* potrebbe, almeno in certi casi, determinare una variazione del titolo di responsabilità del professionista quasi *à la carte*, come accadrebbe qualora un investitore, avuta in precedenza conoscenza *aliunde* di un determinato voto di *rating*, si apprestasse, in seguito, a completare la procedura di registrazione presso il sito *web* dell'agenzia che lo ha emesso al solo scopo di creare un contatto sociale, strumentale all'affermazione di responsabilità contrattuale del professionista. (...) Allora, potrebbe essere utile verificare se la registrazione dell'utente al sito *web* dell'agenzia di *rating* determini la conclusione tacita di un contratto d'informazione, ma appare evidente che l'esito di quella verifica non potrà essere che negativo. Ciò in quanto, nell'ipotesi in

Vero è che la richiesta di registrazione al sito *web* è soltanto eventuale e che il contatto sociale è, in tale ipotesi, labile («larvato», viene definito), “sublimato” (o “spiritualizzato”) rispetto ad altre ipotesi caratterizzate da una forte intensità dell’impatto relazionale e da un elevato grado di coinvolgimento (anche «fisico») dei soggetti coinvolti (ed il riferimento è alle tradizionali ipotesi del rapporto medico-paziente e dell’insegnante-allievo minore), ma sul punto vanno svolte almeno due considerazioni: i) in primo luogo, la giurisprudenza (sia di merito che di legittimità) ha riconosciuto la ricorrenza di ipotesi di responsabilità da contatto sociale qualificato anche rispetto a fattispecie in cui l’impatto relazionale è minimo e non vi è alcun coinvolgimento (per così dire) “fisico” dei soggetti coinvolti (si pensi alla responsabilità da contatto sociale della banca per pagamento di assegno

esame, difetta in radice una condotta concludente del professionista, poiché l’informazione non è data dalla società di *rating* in risposta ad una specifica richiesta dell’investitore, bensì, all’opposto, è “confezionata” in adempimento di un obbligo negozialmente assunto verso il soggetto valutato (*solicited rating*), ovvero creata spontaneamente (*unsolicited rating*) e, solo in seguito, pubblicata sul sito *web* a disposizione degli investitori interessati».

Contrario alla configurabilità della responsabilità da contatto sociale è anche GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell’agenzia di rating nei confronti dell’investitore*, cit., p. 1461: «non appare possibile configurare un “contatto sociale” neppure nella decisione dell’investitore di registrarsi al sito *web* dell’agenzia, non potendosi certamente immaginare che le informazioni rese dal valutatore restino “confinare” ai soli soggetti registrati. Del resto le informazioni contenute nel *web* sono fornite in adempimento di un obbligo negozialmente assunto verso il *solicited rating* ovvero create spontaneamente e solo successivamente messe a disposizione degli investitori interessati».

non trasferibile)¹³³; ii) in secondo luogo, la registrazione appare idonea a traslare la responsabilità del *rater* dal campo della responsabilità *in incertam personam* (tipica del paradigma aquiliano) al campo della responsabilità *in certam personam* (tipica del paradigma contrattuale), in quanto l'investitore, fornendo i dati richiesti all'atto della registrazione, rende nota e potenzialmente conoscibile al professionista la sua identità (non si tratta più del c.d. "passante", dell' "uomo della strada", del *quisque de populo*, indeterminato ed indeterminabile a priori, ma di un soggetto chiaramente identificato; il fatto che l'agenzia di *rating* non conosca singolarmente e personalmente ciascuno degli utenti registrati in ragione del loro numero elevato non sposta, ad avviso di chi scrive, i termini della questione, avendo comunque il *rater* a disposizione le informazioni necessarie alla identificazione della propria controparte contrattuale – si pensi alle numerose norme dell'ordinamento giuridico che ragionano in termini di "conoscenza o *conoscibilità*", riservando ad entrambe le ipotesi il medesimo trattamento normativo¹³⁴ –).

¹³³ Cass. civ., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca Borsa Titoli di Credito* 2008, 5, II, 567 (s.m.) (nota di CIOCCA), in *Foro it.* 2008, 10, I, 2968 (s.m.) (osservazione di SABBATINI); Cass. civ., sez. I, 24 ottobre 2008, n. 25725, in *Diritto & Giustizia* 2008 (s.m.) (nota di VECCHI), in *Guida al diritto* 2008, 49, 61 (s.m.).

¹³⁴ A titolo di esempio, si richiamano le seguenti norme: l'art. 1335 cod. civ., che stabilisce il principio di presunzione di conoscenza con riferimento alla conclusione del contatto; l'art. 1428 cod. civ., che, in materia di annullamento del contratto, considera rilevante l'errore che sia "riconoscibile" dall'altro contraente (*ex art.* 1431 cod. civ.); l'art. 1341 cod. civ., che stabilisce che le condizioni di contratto predisposte da uno dei contraenti sono efficaci nei confronti dell'altro, se al momento della conclusione del contratto questi le ha conosciute o avrebbe dovuto conoscerle usando l'ordinaria diligenza.

Quanto al timore che l'investitore possa variare il titolo di responsabilità del professionista *à la carte*, completando la procedura di registrazione al sito *web* dopo aver appreso *aliunde* il *rating* al solo scopo di creare un contatto sociale, strumentale all'affermazione della responsabilità contrattuale in capo all'agenzia di *rating*, si tratta di rischio che certamente esiste, ma che risulta temperato dalle seguenti considerazioni: i) in primo luogo, è ipotesi che si verifica solo in presenza di uno specifico disegno in tal senso, in quanto l'investitore, avuta conoscenza *aliunde* del *rating* emesso dall'agenzia, dovrebbe premurarsi di registrarsi al sito dell'agenzia *prima* di effettuare la relativa operazione (di investimento/disinvestimento), poiché in caso contrario (registrazione *dopo* aver acquistato/alienato il titolo) resterebbe indimostrato (anzi, insussistente) il nesso tra la decisione di investimento e l'apprendimento della notizia tramite il sito *web* del *rater*¹³⁵; non soltanto, ma la messa in opera di un tale disegno richiede la sussistenza di particolari conoscenze in capo all'investitore (che deve, quantomeno, essere a conoscenza delle differenze intercorrenti tra la disciplina della responsabilità contrattuale e la disciplina della responsabilità aquiliana), conoscenze che normalmente gli investitori *retail* non possiedono; ii) in secondo luogo, essendo la registrazione "nominativa" (all'atto della registrazione sono, infatti, richiesti i dati personali che identificano l'utente), questo espediente potrebbe essere utilizzato una volta soltanto, in occasione della prima registrazione.

¹³⁵ Il problema, certo, si pone per le ipotesi in cui l'investitore, anziché acquistare o alienare il titolo (operazioni temporalmente definite), decida, in virtù del *rating* emesso, di mantenere nel proprio portafoglio un titolo che già possedeva.

Infine, un'ultima considerazione sul punto: è vero che la registrazione al sito *web* dell'agenzia è soltanto eventuale, essendo a discrezione del singolo utente decidere se procedervi o meno, ma la stessa, ove presente, è fatto che non può essere obliterato.

Si badi, non si sta affermando l'indiscussa bontà della tesi che iscrive all'interno dell'area contrattuale (e della relativa disciplina) la fattispecie di registrazione al sito *web* del *rater*. Si ritiene, tuttavia, che l'ipotesi della responsabilità contrattuale (*tout-court* o da contatto sociale qualificato) non vada così rapidamente accantonata, ma debba essere sottoposta ad ulteriore indagine, dal momento che le critiche sollevate non paiono gravemente ostative alla configurabilità della medesima.

2.1. Onere probatorio ed imputabilità dell'inadempimento

Ai sensi dell'art. 1218 cod. civ., il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile.

Ai sensi dell'art. 1228 cod. civ., salvo diversa volontà delle parti, il debitore (l'agenzia di *rating*) che nell'adempimento dell'obbligazione si vale dell'opera di terzi (gli analisti), risponde anche dei fatti dolosi o colposi di costoro¹³⁶.

¹³⁶ Cfr. MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, cit., p. 361: «La società di rating assume, in relazione alle funzioni dalla medesima assolve nell'ambito delle operazioni sottese all'emissione del giudizio

Seguendo l'insegnamento delle Sezioni Unite n. 13533 del 2001¹³⁷, il riparto dell'onere probatorio nell'azione per il risarcimento del danno derivante da responsabilità contrattuale deve seguire le seguenti regole: il creditore che agisce per la risoluzione contrattuale, per il risarcimento del danno, ovvero per l'adempimento deve soltanto dare la prova della fonte (negoziale o legale) del suo diritto e del relativo termine di scadenza, limitandosi alla mera allegazione della circostanza dell'inadempimento della controparte, mentre il debitore convenuto è gravato dall'onere della prova del fatto estintivo dell'altrui pretesa, costituito dall'avvenuto adempimento; analogo principio viene enunciato con riguardo all'inesatto adempimento, rilevando che al creditore istante è sufficiente la mera allegazione dell'inesattezza dell'adempimento (per violazione di doveri accessori, come quello di informazione, ovvero per mancata osservanza dell'obbligo di diligenza, o per difformità quantitative o qualitative dei beni), gravando ancora una volta sul debitore l'onere di dimostrare

valutativo, il rischio professionale del mancato e/o inesatto funzionamento del proprio apparato organizzativo, rispondendo in solido per l'operato dei propri ausiliari, salvo la prova del fatto che l'erronea od inesatta valutazione non poteva essere evitata alla stregua delle conoscenze tecniche e/o scientifiche esistenti al momento in cui è stato formulato il relativo giudizio».

¹³⁷ Cass. civ., sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Civilista* 2010, 11, 61, in *Foro it.* 2002, I, 770 (nota di LAGHEZZA), in *Giustizia Civile Massimario* 2001, 1826, in *Diritto & Formazione* 2001, 1013, in *Corriere giuridico* 2001, 1565 (nota di MARICONDA), in *Danno e responsabilità* 2002, 318, in *Studium Juris* 2002, 389, in *Contratti* 2002, 113 (nota di CARNEVALI), in *Nuova giurisprudenza civile commentata* 2002, I, 349 (nota di MEOLI).

l'avvenuto, esatto adempimento¹³⁸. Siffatto criterio di riparto dell'onere della prova è conforme – affermano le Sezioni Unite – al principio di riferibilità o di vicinanza della prova: «[i]n virtù di tale principio, che muove dalla considerazione che il creditore incontrerebbe difficoltà, spesso insuperabili, se dovesse dimostrare di non aver ricevuto la prestazione, l'onere della prova viene infatti

¹³⁸ «In conclusione, deve affermarsi che il creditore, sia che agisca per l'adempimento, per la risoluzione o per il risarcimento del danno, deve dare la prova della fonte negoziale o legale del suo diritto e, se previsto, del termine di scadenza, mentre può limitarsi ad allegare l'inadempimento della controparte: sarà il debitore convenuto a dover fornire la prova del fatto estintivo del diritto, costituito dall'avvenuto adempimento. 3. Eguale criterio di riparto dell'onere della prova deve ritenersi applicabile nel caso in cui il debitore, convenuto per l'adempimento, la risoluzione o il risarcimento del danno da inadempimento, si avvalga dell'eccezione di inadempimento di cui all'art. 1460 c.c. per paralizzare la pretesa dell'attore. In tale eventualità i ruoli saranno invertiti. Chi formula l'eccezione può limitarsi ad allegare l'altrui inadempimento: sarà la controparte a dover neutralizzare l'eccezione, dimostrando il proprio adempimento o la non ancora intervenuta scadenza dell'obbligazione a suo carico (...) Le richiamate esigenze di omogeneità del regime probatorio inducono ad estendere anche all'ipotesi dell'inesatto adempimento il principio della sufficienza dell'allegazione dell'inesattezza dell'adempimento (per violazione di doveri accessori, come quello di informazione, ovvero per mancata osservanza dell'obbligo di diligenza, o per difformità quantitative o qualitative dei beni), gravando anche in tale eventualità sul debitore l'onere di dimostrare l'avvenuto esatto adempimento. (...) Una eccezione all'affermato principio va invece ravvisata nel caso di inadempimento di obbligazioni negative. Ove sia dedotta la violazione di una obbligazione di non fare, la prova dell'inadempimento è sempre a carico del creditore, anche nel caso in cui agisca per l'adempimento».

ripartito tenuto conto, in concreto, della possibilità per l'uno o per l'altro soggetto di provare fatti e circostanze che ricadono nelle rispettive sfere di azione».

Seguendo l'insegnamento delle Sezioni Unite, l'investitore che domandi, a titolo di responsabilità contrattuale, il risarcimento del danno patito a causa dell'emissione di un *rating* inesatto dovrà provare soltanto la fonte (negoziale) del suo diritto, limitandosi alla mera allegazione della circostanza dell'inadempimento o dell'inesatto adempimento¹³⁹ della controparte contrattuale (l'agenzia di *rating*); per contro, l'agenzia di *rating* convenuta dovrà, per andare esente da responsabilità, fornire la prova di aver esattamente eseguito la prestazione dovuta, oppure che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lei non imputabile¹⁴⁰.

¹³⁹ L'ipotesi dell'inesatto adempimento è quella che maggiormente viene in rilievo nella materia in esame. L'agenzia di *rating*, infatti, sarà chiamata a rispondere dell'inesatto adempimento ogniqualvolta il *rating* emesso si riveli successivamente non conforme al reale merito creditizio dell'emittente o dell'emissione valutati. L'investitore-committente potrebbe lamentare un vero e proprio inadempimento da parte dell'agenzia o nel caso in cui la stessa non rilasci affatto la valutazione richiesta (ipotesi che non risulta mai essersi verificata, sino ad ora), oppure nel caso in cui l'agenzia assuma contrattualmente l'obbligo di monitorare il *rating* assegnato, modificandolo ove necessario, e poi di fatto si disinteressi completamente del *rating* precedentemente emesso e non svolga rispetto allo stesso alcun tipo di attività di monitoraggio; ove, invece, l'attività di monitoraggio risulti inadeguata, si tornerà nell'ipotesi dell'inesatto adempimento.

¹⁴⁰ Cfr. MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, cit., p. 294: «In un eventuale giudizio di responsabilità, pertanto, spetterà all'agenzia dimostrare in concreto la causa di non imputabilità

Conclusa la disamina della questione relativa alla ripartizione dell'onere probatorio, occorre a questo punto domandarsi che cosa si debba intendere con la locuzione “eseguire esattamente la prestazione dovuta”, al fine di verificare in quali ipotesi l'agenzia di *rating* andrà esente da obblighi di tipo risarcitorio.

Come precisato all'inizio del capitolo, il solo fatto che il *rating* assegnato ad un certo emittente e/o ad una certa emissione successivamente si riveli non corretto non è di per sé elemento sufficiente ad affermare l'esistenza di una responsabilità in capo all'agenzia che tale valutazione abbia emesso; in altri termini, seppur si accerti che la valutazione dell'agenzia di *rating* di fatto non corrispondeva al reale merito di credito dell'oggetto del giudizio, non necessariamente ne consegue che il *rater*-debitore non abbia adempiuto o non abbia esattamente adempiuto la propria prestazione, sicché ben potrà lo stesso fornire la prova contraria che lo esoneri da responsabilità. Ciò deriva da considerazioni già espresse in più parti della trattazione e che qui si riprendono brevemente. L'attività di classamento del merito creditizio, si ricorda, è un'attività estremamente complessa e delicata, di natura prognostica, con un elemento di alea connaturato in sé, che richiede elevate competenze professionali e la disponibilità di dati ed informazioni completi, aggiornati e corretti; anche in presenza di tutti questi elementi (ossia

dell'inadempimento, ovvero fornire prova liberatoria avente contenuto positivo. Ciò significa che l'errata, inesatta e/o ritardata valutazione deve dipendere da eventi esterni assolutamente eccezionali e/o imprevedibili anche avvalendosi delle conoscenze tecniche più sofisticate, oppure che tali errori di valutazione scaturiscano da sofisticate alterazioni e/o falsificazioni dei dati forniti dal cliente, costituenti anomalie non rilevabili mediante il ricorso a procedure ordinarie».

nel caso in cui l'attività di valutazione sia condotta da esperti con elevate competenze professionali, in modo autonomo ed indipendente, avendo a disposizione informazioni veritiere, accurate ed aggiornate e rispettando i più rigorosi ed affidabili protocolli nell'attività di valutazione del merito creditizio) è possibile che l'attribuzione di un determinato *rating* venga successivamente smentita dal mercato. Perché ciò possa verificarsi non è difficile da comprendere: in primo luogo, il *rating* rimane pur sempre un giudizio prognostico, e come ogni valutazione prognostica, svolta da soggetti privi di capacità divinatorie, ha inevitabilmente connaturato in sé un carattere di indeterminatezza, tenuto altresì conto del fatto che il rischio del singolo prodotto/emittente deve essere valutato in correlazione con il rischio del sistema nel suo insieme; in secondo luogo, le agenzie di *rating* valutano soltanto il rischio di credito e non altri tipi di rischio, anch'essi rilevanti.

Ci si domanda, allora, quale sia il canone di diligenza al quale il *rater* debba improntare lo svolgimento della propria attività.

Coloro che sono chiamati ad assegnare i *rating* (gli analisti) sono professionisti, soggetti esperti dotati di particolari competenze. Ne consegue che la diligenza richiesta nell'esercizio di tale attività non sarà quella ordinaria del buon padre di famiglia (art. 1176, comma 1 cod. civ.), bensì la (più elevata) diligenza professionale dovuta con riguardo alla natura dell'attività svolta (art. 1176, comma 2 cod. civ.)¹⁴¹. La diligenza richiesta

¹⁴¹ Con riferimento al rapporto tra il primo ed il secondo comma dell'art. 1176 cod. civ. cfr. MUSOLINO G., *op. cit.*, pp. 373-374: «[s]econdo parte della dottrina (...) il richiamo operato dal legislatore alla natura dell'attività esercitata non vale a creare una

all'agenzia sarà, dunque, la diligenza ordinaria del *buon professionista*, e cioè la diligenza normalmente adeguata in ragione del tipo di attività ed alle relative modalità di esecuzione; lo *standard* di riferimento è la perizia normale della categoria^{142 143}.

Inoltre, essendo l'attività di classamento del merito creditizio riconducibile alla categoria della prestazione d'opera intellettuale¹⁴⁴, troverà applicazione la norma di

nozione di diligenza diversa da quella della diligenza del buon padre di famiglia. Variano solamente i criteri di valutazione del comportamento dovuto, in funzione non del tipo di obbligazione, ma della natura dell'attività dedotta in obbligazione (...). In questo senso, la diligenza di cui all'art. 1176, comma 2, c.c. non costituisce qualche cosa di completamente diverso da quella del primo comma, ma, piuttosto, un'applicazione particolare della regola generale. (...) Si è osservato, poi, che quella prevista dall'art. 1176, comma 2, c.c. non costituisce una specie di diligenza, ma piuttosto l'assunzione, accanto a quest'ultima, della perizia o capacità professionale come requisito ulteriore dell'esattezza della prestazione».

¹⁴² La funzione dell'art. 1176 cod. civ. viene delineata nei seguenti termini: «posto che l'art. 1218 c.c. prevede che il debitore risponda dell'impossibilità della prestazione se tale impossibilità gli sia imputabile, e che il criterio comune dell'impossibilità è quello della colpa, l'art. 1176 c.c. medesimo indica i criteri comuni per la valutazione dell'elemento soggettivo dell'inadempimento» (MUSOLINO G., *op. cit.*, p. 368).

¹⁴³ Inoltre «Tale parametro di valutazione sul comportamento delle agenzie [quello di cui all'art. 1176, comma 2 cod. civ.: ndr] si riverbera in via diretta anche in relazione all'illecito commesso dai propri dipendenti nell'esercizio delle rispettive funzioni, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2049 c.c.» (MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., p. 635).

¹⁴⁴ Cfr. MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, cit., p. 290:

cui all'art. 2236 cod. civ., per cui «[s]e la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera non risponde dei danni, se non in caso di dolo¹⁴⁵ o di colpa grave¹⁴⁶»¹⁴⁷. Tale

«La forma societaria, d'altra parte, anche in conseguenza di recenti modifiche legislative, non può ritenersi incompatibile con l'esercizio di una professione intellettuale perché non si pone in aperto contrasto con il fondamentale principio della personalità della prestazione. (...) Altra parte della dottrina ha, invece, sostenuto che la presenza di un'organizzazione avente struttura imprenditoriale determina la "spersonalizzazione" dell'incarico ricevuto, il quale deve essere imputato non ai singoli professionisti ma alla società entro la quale essi svolgono la propria attività. Ne consegue che il contratto di rating dovrebbe essere qualificato come appalto di servizi, con evidenti riflessi sul piano operativo, dovuti all'inapplicabilità degli artt. 2236, 2237 e 2751 *bis* c.c. (...) Una contraria opinione ritiene di poter sussumere il contratto in oggetto nello schema tipico del mandato, precisando però che la società di rating non è tenuta ad osservare le direttive impartitele dal mandante essendo dotata, nell'esercizio dell'incarico conferitole, di amplissimi margini di discrezionalità ed autonomia. (...) Altri autori, infine, ritengono che la complessità ed eterogeneità dei modelli esistenti, sottesi anche alla valutazione di operazioni di finanza strutturata – consistenti nell'analisi di una molteplicità di contratti tra loro collegati – indurrebbe a ravvisare un autonomo tipo negoziale».

¹⁴⁵ Il dolo contrattuale viene individuato nella «consapevolezza di dovere una determinata prestazione e di omettere di darvi esecuzione, accettando così il rischio di impedire il soddisfacimento della pretesa creditoria, mentre non occorre l'ulteriore requisito della consapevolezza e volontà di arrecare danno» (MUSOLINO G., *op. cit.*, p. 386).

¹⁴⁶ Sulle diverse interpretazioni della nozione di colpa grave cfr., tra gli altri, MUSOLINO G., *op. cit.*, pp. 289 ss..

¹⁴⁷ MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, cit., p. 294, ritiene utilizzabili, in via analogica, «i risultati raggiunti dalla dottrina e dalla

disposizione «trova la propria ragion d'essere nella necessità di conciliare due opposte esigenze: da un lato, non mortificare l'iniziativa del professionista, con il timore di ingiuste rappresaglie da parte del cliente nell'ipotesi di insuccesso, e, dall'altro, non indulgere verso decisioni non ponderate o inerzie riprovevoli del professionista (Relazione del Guardasigilli al codice civile, n. 917)»¹⁴⁸. Il fatto che l'attività di *rating* del credito sia svolta in forma societaria non osta all'applicabilità dell'art. 2236 cod. civ.¹⁴⁹.

giurisprudenza in tema di revisione contabile, in merito alla quale si è ritenuto arduo configurare problemi tecnici di particolare difficoltà, dal momento che la struttura organizzativa delle società di revisione è concepita proprio in funzione del superamento di difficoltà operative che risulterebbero insormontabili da parte del singolo professionista». Il richiamo è, in particolare, a FRANZONI M., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.* 2002, 1, p. 111: «non credo che nell'attività del revisore possano presentarsi problemi di speciale difficoltà, quelli stessi che consentirebbero al medico, all'architetto o all'avvocato di invocare l'esimente dell'art. 2236 c.c.: il settore è diverso, le regole sono diverse. Al revisore non è mai richiesto il giudizio sulla utilità e congruità del dato contabile, ma sempre e solo sulla correttezza di quel dato che altri ha il compito di elaborare. Ciò anche quando l'attività consista nel rilascio di pareri: il punto riguarda la legittimità di un certo risultato, mai la sua opportunità o convenienza. Nel fare ciò, non mi sembra che venga in questione alcun problema di speciale difficoltà: la professionalità del revisore sarà in grado di rispondere ad ogni eventualità, quando ciò non fosse possibile il revisore potrà sempre darne atto nelle comunicazioni con la società e con i suoi organi e con ciò avrà correttamente assolto al proprio compito».

¹⁴⁸ MUSOLINO G., *op. cit.*, p. 386.

¹⁴⁹ Cfr. SCARONI C., *op. cit.*, p. 827, nt. 132: «L'applicazione di questa norma [art. 2236 c.c.: ndr] alle agenzie di *rating* si scontra con il fatto che esse rivestono la forma societaria e che emettono

Con riferimento al rapporto tra gli artt. 1176 e 2236 cod. civ. esso «sarebbe di integrazione per complementarità e non già per specialità»¹⁵⁰.

Va, ad ogni modo, ricordato che, secondo l'insegnamento della giurisprudenza di legittimità, la norma di cui all'art. 2236 cod. civ. non assume alcuna rilevanza ai fini della ripartizione dell'onere della prova, sicché incomberà pur sempre in capo al creditore (*i.e.* l'investitore) l'onere di provare la sussistenza del contratto ed allegare il relativo inadempimento o inesatto adempimento, mentre incomberà in capo al professionista

giudizi che sono il frutto della sommatoria dell'attività di diversi soggetti. Tuttavia, detti soggetti (gli analisti), se pure non sono formalmente dei "professionisti", svolgono senz'altro una attività di tipo intellettuale e, altresì, un'attività protetta, se fanno parte di una agenzia "registrata". Inoltre, non mi pare dubbio che quella delle agenzie di *rating* sia una prestazione d'opera intellettuale e che possa presentarsi come attività particolarmente complessa, sia in ragione della sua stessa natura, che implica l'emissione di giudizi *pro futuro* e, quindi, intrinsecamente soggetti a variabili difficili da prevedere, interpretabili in modo differente da parte dei singoli soggetti coinvolti nel procedimento, sia in ragione di speciali difficoltà che possano insorgere nell'attribuzione del giudizio di *rating* (ad es., un particolare momento di mercato, la novità di un determinato *business*, la complessità di un gruppo, ecc.) ». Cfr. altresì MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, cit., p. 354: «La forma societaria, anche in conseguenza di intervenute modifiche legislative, non può ritenersi incompatibile con l'esercizio di una professione intellettuale perché non si pone in aperto contrasto con il fondamentale principio della personalità della prestazione».

¹⁵⁰ MUSOLINO G., *op. cit.*, p. 387, il quale richiama in nota Cass., 15 gennaio 2001, n. 499.

(i.e. l'agenzia di *rating*) fornire la prova della particolare difficoltà della prestazione¹⁵¹.

La limitazione della responsabilità delle agenzie di *rating* alle ipotesi di dolo e colpa grave *ex art.* 2236 cod. civ. potrà trovare applicazione anche in ipotesi di responsabilità extracontrattuale, essendosi in tal senso pronunciata la giurisprudenza di legittimità¹⁵².

Occorre a questo punto stabilire in quali ipotesi possa essere addossata all'agenzia di *rating* del credito una responsabilità contrattuale per inadempimento o inesatto adempimento. In altri termini, occorre domandarsi quando l'emissione di un *rating* non corretto configuri

¹⁵¹ Così Cass. civ., sez. III, 13 aprile 2007, n. 8826, in *Civilista* 2010, 2, 86 (s.m.) (nota di VILLA), in *Resp. civ. e prev.* 2007, 9, 1824 (s.m.) (nota di GORGONI).

¹⁵² Cfr. Cass. civ., sez. un., 6 maggio 1971, n. 1282, in *Foro it.* 1971, 1, 1476, in *Giur. it.* 1971, 1, 1, 1396, in *Resp. civ. e prev.* 1971, 524, in *Giust. civ.* 1971, 1, 1417, in *Foro amm.* 1972, 1, 1, 18: «L'art. 2236 cod. civ., a norma del quale, qualora la prestazione implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera risponde dei danni solo in caso di dolo e colpa grave, quantunque collocato nell'ambito della regolamentazione del contratto d'opera professionale, è applicabile, oltre che nel campo contrattuale anche in quello extracontrattuale, in quanto prevede un limite di responsabilità per la prestazione dell'attività professionale in genere, sia che essa si svolga nell'ambito di un contratto, sia che venga riguardata al di fuori di un rapporto contrattuale vero e proprio e perciò solo come possibile fonte di responsabilità contrattuale. (nella specie, la suddetta disposizione è stata ritenuta applicabile ad una controversia per risarcimento di danni extracontrattuali causati dall'applicazione ad un paziente di una cura errata da parte di un medico dipendente da una clinica universitaria)». Conformi, Cass. civ., sez. III, 20 novembre 1998, n. 11743, in *Danno e responsabilità* 1999, 344, in *Giustizia Civile Massimario* 1998, 2402; Cass. civ., sez. II, 17 marzo 1981, n. 1544, in *Giustizia Civile Massimario* 1981, fasc. 3.

l'inadempimento genitore di responsabilità a carico dell'agenzia di *rating* per i danni cagionati agli investitori-controparti contrattuali che abbiano fatto affidamento sulla bontà del giudizio emesso. Date le ricordate peculiarità che caratterizzano l'attività di classamento del merito di credito (da taluni definita più un'arte che una scienza), appare chiaro come non si possa realisticamente pretendere che il *rating*, giudizio prognostico sull'affidabilità creditizia di un prodotto finanziario o di un emittente, rappresenti una valutazione sicuramente veritiera sulla quale riporre incondizionata fiducia, capace di predire il futuro senza tema di smentite; esistono, infatti, scenari che neppure la più attenta e scrupolosa analisi può essere in grado prevedere. Ciò che, invece, può ragionevolmente esigersi dalle agenzie di *rating* è che le stesse impieghino professionisti esperti che operino secondo le migliori *leges artis*, che svolgano sempre la propria attività in modo indipendente e neutrale, che adottino modelli operativi ed organizzativi idonei ad assicurare tale indipendenza e ad evitare che i *rating* siano inficiati dalla presenza di conflitti di interessi, che basino le proprie analisi su informazioni quanto più possibile complete ed aggiornate, che monitorino in via continuativa i giudizi emessi e siano sollecite nell'adeguare il *rating* assegnato ai cambiamenti nel frattempo sopravvenuti¹⁵³.

¹⁵³ Con riferimento al contratto di informazioni, cfr. Cass. civ., sez. III, 4 giugno 1962, n. 1342, in *Giur. it.* 1962, 1, 1, 958, in *Riv. dir. comm.* 1963, 2, 31: «Finalità del contratto d'informazioni commerciali non è quella di fornire elementi certi sul buon esito delle eventuali operazioni commerciali che vengano allacciate col soggetto cui le informazioni si riferiscono, ma l'altra di rendere note quelle notizie che è ragionevolmente possibile cogliere, con rigorosa ed oculata indagine, nell'ambiente in cui vive ed opera il commerciante, di cui si cerca di stabilire il grado di fiducia che gli

Quanto sin qui detto avrà probabilmente richiamato alla mente del lettore la tradizionale distinzione tra obbligazioni di mezzi ed obbligazioni di risultato. Secondo tale ricostruzione, le obbligazioni di risultato imporrebbero al debitore il raggiungimento di un determinato esito, a prescindere dalle modalità di adempimento, sicché solo il raggiungimento di quel risultato configurerà l'esatto adempimento; al contrario, le obbligazioni di mezzi obbligherebbero il debitore soltanto ad eseguire la prestazione secondo le migliori regole della diligenza (ordinaria, *ex art. 1176, comma 1 cod. civ.*, o qualificata, *ex art. 1176, comma 2 cod. civ.*) e della perizia, rimanendo indifferente, ai fini del configurarsi dell'esatto adempimento, il raggiungimento o meno del risultato sperato¹⁵⁴. Ne derivano importanti conseguenze sul piano

può essere accordata. Per accertare l'inadempimento di chi si è impegnato a fornire informazioni commerciali ai fini del risarcimento del danno *ex art. 1218 cod. civ.*, il contenuto della prestazione va riguardato sotto il profilo della serietà delle informazioni che sono state date in relazione al modo come furono assunte, se non si può pretendere una veridicità assoluta, si ha però diritto a notizie serie, che non si risolvano, cioè, in consigli o giudizi superficiali irresponsabilmente dispensati».

¹⁵⁴ Cass. civ., sez. un., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Civilista* 2010, 2, 86: «Come insegna la definizione tradizionale, nelle obbligazioni di mezzi la prestazione dovuta prescinde da un particolare esito positivo dell'attività del debitore, che adempie esattamente ove svolga l'attività richiesta nel modo dovuto. In tali obbligazioni è il comportamento del debitore ad essere in obbligazione, nel senso che la diligenza è tendenzialmente considerata quale criterio determinativo del contenuto del vincolo, con l'ulteriore corollario che il risultato è caratterizzato dall'aleatorietà, perché dipende, oltre che dal comportamento del debitore, da altri fattori esterni oggettivi o soggettivi. Nelle obbligazioni di risultato, invece, ciò che importa è il conseguimento del risultato stesso, essendo

della responsabilità per inadempimento: se si riconduce l'obbligazione del debitore nel novero delle obbligazioni di risultato, lo stesso sarà chiamato a rispondere dell'inadempimento salvo che riesca a provare l'impossibilità derivante da causa a lui non imputabile; al contrario, ove l'obbligazione del debitore venga qualificata come obbligazione di mezzi, lo stesso sarà chiamato a rispondere a titolo di responsabilità contrattuale soltanto ove la sua condotta sia connotata dall'elemento della colpa^{155 156}.

indifferente il mezzo utilizzato per raggiungerlo. La diligenza opera solo come parametro, ovvero come criterio di controllo e valutazione del comportamento del debitore: in altri termini, è il risultato cui mira il creditore, e non il comportamento, ad essere direttamente in obbligazione».

¹⁵⁵ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 128, nt. 89: «Sul piano operativo, e tralasciando gli aspetti più marcatamente teorici, la *summa divisio* si apprezzava astrattamente, con riferimento al contenuto della prova dell'inadempimento gravante sul creditore, con specifico riferimento alle obbligazioni di fare: infatti, mentre nelle obbligazioni di risultato, in caso di inadempimento del debitore, il titolare del diritto di credito poteva limitarsi a provare la mancanza del risultato promesso (addossando di fatto al debitore una responsabilità oggettiva), diversamente, nell'ipotesi di inadempimento delle obbligazioni di mezzi, poiché *diligentia est in obligatione*, il creditore doveva invece provare la negligenza, ossia la colpa, del debitore nell'esecuzione della prestazione (ossia sobbarcarsi un onere probatorio più pesante e del tutto analogo a quello gravante sul danneggiato *ex art. 2043 c.c.*)».

¹⁵⁶ Inoltre «prima dell'intervento delle Sezioni Unite della Cassazione con la (...) pronuncia 13533/2001 (...), si riteneva che detta distinzione si riflettesse sul riparto dell'onere della prova in caso di inadempimento; più precisamente, si sosteneva che nell'ambito delle obbligazioni di mezzi il creditore dovesse dimostrare che la prestazione non era stata conforme alla diligenza richiesta, mentre nelle obbligazioni di risultato, una volta

L'obbligazione dell'agenzia di *rating* potrebbe ben configurarsi quale obbligazione di mezzi, essendo esigibile dal *rater* non il raggiungimento di un determinato risultato (quale sarebbe l'emissione di un *rating* sicuramente esatto), ma, piuttosto, lo svolgimento della propria attività secondo le migliori regole della perizia e della diligenza professionale. Ed, in effetti, parte della dottrina, anche recente, ha qualificato l'obbligazione dell'agenzia di *rating* in termini di obbligazione di mezzi¹⁵⁷.

Senonché la tradizionale distinzione tra obbligazioni di mezzi ed obbligazioni di risultato è stata progressivamente erosa ed è oggi respinta da larga parte della dottrina¹⁵⁸ nonché dalla giurisprudenza di legittimità

dimostrato il titolo della pretesa contrattuale, sarebbe stato onere del debitore provare che il risultato era stato raggiunto ovvero non era stato raggiunto per causa a sé non imputabile *ex art. 1218 c.c.*» (CARINGELLA F. e BUFFONI L., *Manuale di diritto civile*, 4^a ed., Dike, Roma, 2013, p. 668).

¹⁵⁷ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, pp. 128-130; FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 199; SANTORO A., *La responsabilità da contatto sociale*, Giuffrè, Milano, 2012, pp. 197; SCARONI C., *op. cit.*, pp. 827 ss..

¹⁵⁸ Sull'inconsistenza della distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato cfr., tra i molti, CASTRONOVO C., *Profili della responsabilità medica*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, V, *Responsabilità civile e tutela dei diritti*, Giuffrè, Milano, 1998, pp. 124-125: «Si faccia capo alla condotta del prestatore dell'opera medica o all'esito (o a quello che si pretende essere l'esito) che ne sia conseguito, l'una e l'altro non rilevano in maniera diversa e non mettono capo – né potrebbero, perché non rientra nei poteri della giurisprudenza modificare le regole poste dalla legge – a un regime diverso della responsabilità. La prova circa la prima, cioè, non attiene alla colpa come criterio di imputazione di una responsabilità che invece ne prescinde, ma attiene soltanto a un risultato diverso: precisamente quello che, secondo la natura della prestazione, deve reputarsi originariamente dovuto dal debitore e sul quale si misura

più recente. In particolare, le Sezioni Unite della Corte di cassazione n. 577 del 2008¹⁵⁹ hanno affermato che «[t]ale impostazione [obbligazioni mezzi/risultato: ndr] non è immune da profili problematici, specialmente se applicata proprio alle ipotesi di prestazione d'opera intellettuale, in considerazione della struttura stessa del rapporto obbligatorio e tenendo conto, altresì, che un risultato è dovuto in tutte le obbligazioni. In realtà, in ogni obbligazione si richiede la compresenza sia del comportamento del debitore che del risultato, anche se in proporzione variabile».

Abbandonata la tradizionale dicotomia obbligazioni di mezzi/obbligazioni di risultato, si afferma che ogni obbligazione mira al raggiungimento di un risultato.

Nella materia qui esaminata, il risultato dovuto può essere identificato nell'emissione di un *rating* che sia frutto di un processo di valutazione accurato ed

l'adempimento o l'inadempimento con la conseguente responsabilità. Questo significa che anche nelle obbligazioni che "implica(no) la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà", alle quali si deve applicare l'art. 2236, la colpa grave, pur oggetto di prova per il creditore, lo è in quanto prova di inadempimento *in re ipsa*, quell'inadempimento che in ogni caso è onere del creditore provare ai fini del giudizio di responsabilità ».

Con particolare riferimento alla responsabilità delle agenzie di *rating*, cfr. CAPRIGLIONE F., *op. cit.*, p. 55: «La società di *rating* risponde a titolo di responsabilità contrattuale, per cui eventuali esenzioni da imputazioni saranno rese possibili dalla prova che l'inadempimento è dovuto a cause non conosciute o conoscibili durante lo svolgimento dell'attività di cui trattasi; prova, questa, che appare di indubbia difficoltà ove si aderisca all'opinabile orientamento dottrinale secondo cui sulle società di *rating* grava un'obbligazione di risultato».

¹⁵⁹ Cass. civ., sez. un., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Civilista* 2010, 2, 86.

indipendente. Ove l'agenzia fornisca la prova che il giudizio di credito, seppur rivelatosi *ex post* inesatto, *ex ante* risultava comunque corretto all'esito di un'analisi svolta secondo metodologie rigorose, da parte di qualificati professionisti dotati di risorse adeguate, e non viziata da conflitti di interessi, allora l'adempimento potrà considerarsi esatto e l'agenzia di *rating* non sarà tenuta a risarcire l'investitore del danno subito¹⁶⁰. L'eventualità che il danno rimanga allocato nella sfera patrimoniale dell'investitore non deve stupire, in quanto l'attività di *rating* non ha alcuna finalità assicurativa, sicché il normale rischio-investimento resta a carico dell'investitore.

¹⁶⁰ MONTALENTI P., *op. cit.*, p. 515 indica quale prodotto atteso un “*rating* affidabile”: «Se è vero che la valutazione dell'inadempimento ad un'obbligazione professionale non può limitarsi alla ricognizione obiettiva dell'inadempimento è anche vero, per contro, che l'ascrizione della stessa allo schema dell'obbligazione di mezzi, intesa in senso tradizionale, è inappropriata: il prodotto atteso è un “*rating* affidabile”, per cui la ricostruzione del grado di diligenza esigibile impone di tracciare un confine, ancorché, obiettivamente, non agevole da individuare, tra l'impiego di mezzi di analisi statistica scientificamente attendibili sì ma non, per ciò solo, necessariamente adeguati, e metodologie di valutazione che, oltre ad essere scientificamente accettabili, siano anche appropriate al caso di specie. Criterio che, per converso, deve essere temperato dal carattere, in ogni caso prognostico e prospettico, e non “attestativo”, del *rating*».

Secondo MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, cit., p. 295 «l'inquadramento dell'attività di valutazione nell'ambito della disciplina delle obbligazioni di risultato potrebbe comportare, quale immediata conseguenza, che il debitore (nella specie la società di *rating*) sia considerato inadempiente, ma non automaticamente responsabile; in altri termini, incomberà sul rater fornire la prova della non imputabilità del giudizio a causa di frodi e/o false dichiarazioni rilasciate dal soggetto valutato».

La dicotomia obbligazioni di mezzi/obbligazioni di risultato, seppur superata, mantiene una residua valenza nei ristretti margini dell'onere della prova (ma non – si faccia attenzione – nel riparto dell'onere probatorio), in particolare con riguardo alla valutazione del grado della colpa: pur se ogni obbligazione mira comunque al raggiungimento di un risultato, ai fini della valutazione del grado di colpa del contraente inadempiente si dovrà tener conto della speciale difficoltà nell'esecuzione della specifica prestazione. La diligenza diventa, dunque, parametro di valutazione dell'esattezza della prestazione¹⁶¹, che comunque ha ad oggetto il raggiungimento di un determinato risultato.

L'azione risarcitoria è esperibile sia alternativamente che cumulativamente a quelle di esatto adempimento e di risoluzione. Nell'ipotesi in esame, l'azione di risarcimento danni si accompagnerà verosimilmente ad una azione di risoluzione del contratto per inadempimento *ex art. 1453* cod. civ. (sempre che, ovviamente, si tratti di contratto a prestazioni corrispettive), non avendo senso in questa ipotesi chiedere l'esatto adempimento del medesimo, non potendo il creditore conseguire lo stesso bene (ossia il giudizio di *rating* esatto) che avrebbe conseguito ove l'agenzia di *rating* avesse adempiuto esattamente la sua obbligazione, perché ciò non ripristinerebbe il programmato assetto di interessi.

¹⁶¹ CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 668.

2.2. Il danno risarcibile

Altra questione che merita attenzione riguarda il danno risarcibile, ossia la determinazione del *quantum* del risarcimento che potrà essere accordato all'investitore.

Come si è detto *supra*, diverse sono le ipotesi in cui l'investitore può lamentare di aver subito un pregiudizio a causa dell'emissione di un *rating* inesatto: i) la prima ipotesi, quella più comune, è che l'investitore, facendo affidamento sul *rating* favorevole (ma inesatto), si determini ad investire in titoli che, ove avesse conosciuto la situazione reale, non avrebbe acquistato; ii) altra ipotesi è che l'investitore, che già detiene determinati titoli nel proprio portafoglio finanziario, a fronte dell'intervenuto peggioramento del rischio di credito non li dismetta in tempo utile in quanto l'agenzia di *rating*, che dovrebbe monitorare costantemente le valutazioni emesse ed adeguarle prontamente ai cambiamenti nel frattempo intervenuti, non è sollecita nell'aggiornare il *rating*, declassandolo conformemente alla mutata situazione dell'entità valutata; iii) infine, è possibile che l'investitore, a fronte di un *rating* negativo ma infondato, si astenga (per propria volontà o perché la legge gli impedisce di detenere titoli con *rating* al di sotto di una certa soglia) dall'effettuare un determinato investimento che si sarebbe invece rivelato profittevole¹⁶².

¹⁶² Queste le ipotesi principali, ma altre ancora se ne possono immaginare (ad es. l'investitore, che detiene determinati titoli nel proprio portafoglio, a causa dell'errato *downgrade* del *rating* si determina – in base a proprie considerazioni o perché obbligato dalla legge – al disinvestimento).

Ai fini della quantificazione del danno risarcibile il riferimento sarà, in primo luogo, alle norme generali che regolano la responsabilità contrattuale.

La prima norma che deve essere richiamata è quella di cui all'art. 1223 cod. civ., che regola la c.d. causalità giuridica, ossia il nesso di causalità che deve necessariamente intercorrere tra l'evento ed il danno, selezionando tra i vari danni quelli risarcibili. Ai sensi della norma in esame, il risarcimento del danno per l'inadempimento o per il ritardo deve comprendere così la perdita subita dal creditore come il mancato guadagno, in quanto ne siano conseguenza immediata e diretta. L'investitore potrà dunque chiedere il risarcimento sia della perdita subita (danno emergente) sia del mancato guadagno (lucro cessante), ma solo in quanto siano conseguenza immediata e diretta del giudizio di *rating* errato¹⁶³.

¹⁶³ Cfr. GORLA G., *Sulla cosiddetta causalità giuridica: «fatto dannoso e conseguenze»*, in *Riv. dir. comm. dir. gen. obbl.* 1951, I, pp. 414-415: «il presupposto dell'art. 1223, e della sua applicazione al caso concreto, e che sia già stato risolto il *problema della responsabilità* (consistente, questa, nel dovere di risarcire i danni) e che si tratti soltanto di stabilire il contenuto della responsabilità; che si sia già stabilito che una persona deve rispondere delle conseguenze di un dato fatto (fonte di danno) e che si tratti di stabilire di quali conseguenze di tal fatto (danni) si debba rispondere. (...) [U]na volta stabilito, in base ai vari criteri di responsabilità, che (delle conseguenze) di un dato evento si deve rispondere, delle conseguenze si risponde *sempre e soltanto* in quanto siano conseguenze immediate e dirette. La *ratio* della limitazione della causalità nei due casi è diversa: nel primo (cioè nell'interno del "fatto" fonte di responsabilità) la legge vuole che del danno non si risponda se non si è in colpa, in dolo, in inadempienza, o in una *data* situazione di rischio. Nel secondo, cioè una volta assodato che si è responsabili, la legge non vuole

Nella materia in esame, il danno emergente conseguenza immediata e diretta¹⁶⁴ dell'inadempimento o dell'inesatto adempimento del *rater* (ossia il danno emergente conseguenza immediata e diretta dell'emissione di un *rating* errato piuttosto che del mancato tempestivo aggiornamento di un *rating* in precedenza emesso) può essere individuato nella somma impiegata dall'investitore per l'acquisto dei titoli (nel caso in cui gli stessi abbiano completamente azzerato il loro valore), oppure nella differenza tra il valore d'acquisto ed il valore reale (ove i titoli abbiano mantenuto un valore residuo) o, ancora, nella differenza tra il valore che i titoli avevano nel momento in cui il *rating* avrebbe dovuto essere riveduto ed aggiornato (permettendo in tal modo il disinvestimento da parte dell'investitore) ed il valore che i titoli hanno al momento in cui si scopre la non coincidenza tra il *rating* assegnato

che questa responsabilità sia troppo grave. Nel primo caso la ragione della limitazione della causalità è soggettiva, cioè ha riguardo ad una qualità della azione od a una situazione (più o meno volontaria) *del soggetto*. Nel secondo caso la ragione della limitazione della causalità è oggettiva, cioè considera le “conseguenze” di un fatto, ormai assunto come “fatto” da un punto di vista meramente oggettivo, in quanto siano conseguenze immediate e dirette o ordinarie».

¹⁶⁴ «Secondo la tesi prevalente questa formula [danni che sono “conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento”: ndr] non va intesa in senso rigoroso: il legislatore, infatti, avrebbe inteso semplicemente selezionare le conseguenze dell'inadempimento secondo il parametro della regolarità causale (o causalità adeguata. In altri termini, la norma avrebbe inteso stabilire che non tutte le conseguenze provocate da un dato comportamento sono risarcibili, ma solo le conseguenze *vicine*, e tali sono non solo quelle dirette e immediate, ma anche quelle indirette e mediate, purchè normali, prevedibili, non eccezionali e non anomale)» (CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 649).

ed il reale merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione. Il lucro cessante, invece, è ravvisabile nella mancata utilità economica che l'investitore avrebbe potuto percepire ove avesse diversamente utilizzato le somme impiegate per l'acquisto dei titoli, investendole in altro modo più proficuo. Il lucro cessante potrà essere liquidato in via equitativa, avendo riguardo al rendimento medio dei titoli presenti nel portafoglio titoli dell'investitore¹⁶⁵.

Altra norma che deve essere richiamata è quella di cui all'art. 1225 cod. civ., ai sensi della quale se l'inadempimento o il ritardo non dipende da dolo del debitore, il risarcimento è limitato al danno che poteva prevedersi nel tempo in cui è sorta l'obbligazione¹⁶⁶: «[l]'oggetto della prevedibilità non è l'inadempimento (o la condotta che ha causato l'inadempimento), ma la conseguenza dell'inadempimento sul piano dell'*an* e del *quantum*»¹⁶⁷. Calata nel contesto in esame, la norma limita il risarcimento dovuto dalle agenzie di *rating* al danno che le stesse potevano prevedere nel tempo in cui è sorta l'obbligazione, purché l'inadempimento o il ritardo non derivi da dolo. La dottrina¹⁶⁸ ha posto in evidenza come il

¹⁶⁵ SANNA P., *op. cit.*, p. 168.

¹⁶⁶ Sull'art. 1225 cod. civ. cfr. GORLA G., *op. cit.*, pp. 419-420.

¹⁶⁷ CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 651.

¹⁶⁸ SCARONI C., *op. cit.*, pp. 825-826: «Tale limite [quello di cui all'art. 1225 cod. civ.: ndr], con riferimento alle agenzie di *rating*, potrebbe essere di difficile applicazione poiché esse dovrebbero fornire (mediante studi empirici o indici relativi ai singoli casi specifici) elementi di fatto idonei a dimostrare di non aver potuto prevedere che la diffusione sul mercato dei loro giudizi potesse influenzare le scelte degli investitori (o di quel particolare investitore che lamenta il danno) nonché i prezzi dei titoli retati. Questa dimostrazione si scontrerebbe sia con la funzione stessa del giudizio di *rating* che è, appunto, quella di fornire un beneficio informativo ai terzi, sia con la sua natura di giudizio diffuso sul

limite al risarcimento previsto da tale norma sia, con specifico riferimento alle agenzie di *rating*, di difficile applicazione, in quanto le stesse, per beneficiare della riduzione del *quantum* dovuto a titolo risarcitorio, saranno tenute a fornire la prova di non aver potuto prevedere che il danno derivante dalla non esatta esecuzione della propria attività avrebbe potuto essere così ingente.

La dottrina testè citata osserva, inoltre, come «la regola di cui all'art. 1225 c.c. sarebbe operante, in concreto, solo quando vi sia un sensibile scarto tra il momento in cui è sorta l'obbligazione e quello in cui si verifica l'inadempimento poiché, solo in questa ipotesi, il giudizio di prevedibilità del danno condurrebbe a risultati differenti rispetto alla selezione dei danni risarcibile effettuata secondo la regola della causalità di cui all'art. 1223 c.c.»¹⁶⁹. Con riferimento alla materia in esame, l'A. afferma che l'osservazione testè riportata «ben si adatta al caso delle agenzie di *rating* in considerazione della circostanza che non può essere ritenuto prevedibile il danno prodottosi in conseguenza della non veridicità da un giudizio di *rating* emesso in un tempo molto risalente rispetto a quello dell'acquisto o alla vendita dei titoli

mercato. Tuttavia, la giurisprudenza più recente tende a far coincidere il criterio della prevedibilità con la valutazione del rapporto causale delle conseguenze dannose, attraverso i principi della regolarità causale ritenendo che la regola di cui all'art. 1225 c.c. comporti la limitazione del danno risarcibile a quello prevedibile non da parte dello specifico debitore, bensì avendo riguardo alla prevedibilità astratta inerente ad una determinata categoria di rapporti, sulla scorta delle regole ordinarie di comportamento dei soggetti economici e, cioè, secondo un criterio di normalità in presenza delle circostanze di fatto conosciute».

¹⁶⁹ SCARONI C., *op. cit.*, p. 826.

(fermo restando, tuttavia, l'obbligo di aggiornamento del giudizio di *rating* qualora ne sussistano i presupposti)»¹⁷⁰.

Ove il danno non possa essere provato nel suo preciso ammontare, sarà liquidato dal giudice con valutazione equitativa (art. 1226 cod. civ.).

Ai sensi dell'art. 1227 cod. civ., se il fatto colposo del creditore ha concorso a cagionare il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate (primo comma); il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza (secondo comma).

Un'ipotesi in cui potrebbe trovare applicazione la norma di cui all'art. 1227, primo comma cod. civ. è quella in cui l'investitore abbia riposto cieco ed incondizionato affidamento sul giudizio di *rating*, senza considerare altri elementi di valutazione che pur aveva a sua disposizione (e qui il giudizio va calibrato a seconda che si tratti di investitore professionale o di investitore *retail*)¹⁷¹. Ipotesi

¹⁷⁰ SCARONI C., *op. cit.*, p. 826.

¹⁷¹ Così SANNA P., *op. cit.*, pp. 141 ss. («Quanto all'ipotesi dell'investitore professionale, in linea di principio, sembra (...) ragionevole pretendere ed aspettarsi che, prima di sottoscrivere uno strumento obbligazionario, egli compia un “*double check*” sul relativo *rating* sia attraverso un esame delle metodologie di valutazione utilizzate dall'agenzia per formularlo – che ai sensi del reg. n. 1060/2009 dovranno essere rese note – sia mediante un'analisi autonoma delle informazioni pubbliche disponibili sull'emittente. Quell'onere di verifica dovrà essere tanto più intenso quanto più sarà bassa la reputazione dell'agenzia di *rating* (...) o in presenza di *rating* fortemente discordanti emessi da agenzie diverse con riguardo alle medesime emissioni od allo stesso emittente »: pp. 142-143. L'A. distingue anche tra *rating solicited* e *unsolicited*, affermando che nel primo caso la misura del concorso colposo del danneggiato potrà in genere presentarsi ridotta, mentre

nella quale potrebbe, invece, trovare applicazione la diversa norma di cui all'art. 1227, secondo comma cod. civ. è quella in cui l'investitore, a conoscenza dell'intervenuto peggioramento della situazione finanziaria dell'emittente, anziché disinvestire prontamente, si determini a tenere i relativi titoli nel proprio portafoglio finanziario, titoli che successivamente subiscono una ulteriore perdita di valore: in tal caso la perdita patrimoniale consistente nella differenza tra il valore che i titoli avevano al momento in cui l'investitore ha appreso la reale situazione economico-finanziaria dell'emittente ed il più basso valore che i titoli successivamente raggiungono dovrebbe, in generale, restare a carico dell'investitore-danneggiato, in quanto lo stesso avrebbe potuto evitare il pregiudizio patrimoniale derivante dall'ulteriore svalutazione del suo investimento dismettendolo al momento opportuno. Certo, valutare l'opportunità o meno di cedere dei titoli, soprattutto in momenti di instabilità finanziaria, è operazione nient'affatto semplice; ma si tratta pur sempre dell'alea alla quale il soggetto accetta di esporsi quando decide di investire nel mercato finanziario. Quando l'investitore ha tutte le informazioni necessarie per determinarsi in modo consapevole, le conseguenze delle sue scelte non possono che ricadere sul medesimo. Andrà, tuttavia, tenuta sempre ben presente la situazione concreta: la norma deve, infatti, essere applicata avendo particolare considerazione delle caratteristiche del soggetto danneggiato. In particolare, la "colpa" di cui al primo comma e l' "ordinaria diligenza" di cui al secondo comma

nel secondo varrà la regola opposta, poiché, in ragione delle sue caratteristiche intrinseche, un voto non richiesto sarà in genere assai meno affidabile di uno *solicited*: pp. 143-144); SCARONI C., *op. cit.*, p. 819.

devono essere parametrare a seconda della tipologia di investitore (professionale o non professionale) che nel caso concreto assume di aver patito il danno¹⁷². Anche in tale

¹⁷² In tal senso, con riferimento al secondo comma dell'art. 1227, già FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 192: «In ogni caso, in qualsiasi modo l'investitore abbia avuto conoscenza del deterioramento del *rating*, si pone il problema di ipotizzare un dovere, ex art. 1227, comma 2°, di vendere il titolo al fine di ridurre o comunque non aggravare le conseguenze dannose derivanti dall'illecito dell'agenzia. Il *discrimen* tra danni evitabili, e quindi non risarcibili, e danni non evitabili, come tali risarcibili, infatti, è costituito dall'onere di adoperare l'ordinaria diligenza senza attività gravose o straordinarie, tranne che il *facere* non sia legittimato in base al principio di correttezza che caratterizza l'art. 1227, comma 2°. Pertanto, si dovrà valutare, di volta in volta, tenuto conto di tutte le circostanze, se l'investitore, in base al dovere di correttezza, avrebbe potuto ridurre i danni, ad esempio, rivendendo gli strumenti finanziari, non appena a conoscenza del deterioramento del *rating*. Tale indagine, comunque, dovrà essere effettuata tenendo in considerazione che la diligenza – che avrebbe dovuto impiegare il danneggiato al fine di limitare le conseguenze dannose – deve essere valutata con riferimento al tipo di investitore che viene in rilievo nella fattispecie: così, ad esempio, è indubbio che ad un investitore professionale sia richiesto un grado di diligenza più elevato rispetto a quella richiesta, al fine di evitare il danno, ad un investitore inesperto».

Similmente, ma con riferimento al primo comma dell'art. 1227 cod. civ., SANNA P., *op. cit.*, pp. 141-143: «ulteriore punto problematico che investe l'eventuale ruolo del concorso colposo del danneggiato ai sensi dell'art. 1227, comma 1, c.c.: il dubbio è se l'investitore, per evitare una diminuzione dell'eventuale risarcimento, prima di avvalersi del *rating*, sia realmente tenuto ad analizzarlo in modo autonomo e con l'opportuna diligenza. A dispetto di quanto si legge nelle previsioni dei *terms of use* e nei considerando del provvedimento comunitario, che sembrano gravare – sia lecito dirlo, in modo alquanto “pilatesco” – di

ipotesi occorrerà, dunque, distinguere a seconda della diversa tipologia di investitore¹⁷³.

Con riguardo all'operatività della norma di cui all'art. 1227 cod. civ. in materia finanziaria va segnalata la pronuncia della Suprema Corte n. 4587 del 2009¹⁷⁴, la quale, in riferimento alla responsabilità della Consob per la diffusione di prospetto informativo gravemente mendace, ha statuito che «[i]n tema di responsabilità per i danni subiti dai risparmiatori per la perdita dei propri investimenti, a causa dell'omessa vigilanza dell'Autorità preposta alla vigilanza sui mercati mobiliari (Consob) che, per la sua funzione istituzionale, ha il compito di garantire il pubblico dei risparmiatori circa la veridicità delle

quell'onere di ulteriore verifica tutti gli utilizzatori senza distinzione, il nodo problematico merita invece di essere sciolto diversamente a seconda che il creditore-danneggiato sia un investitore professionale ovvero un investitore non professionale, avendo inoltre riguardo in entrambi i casi alla concreta tipologia di *rating*, *solicited* oppure *unsolicited*. Quanto all'ipotesi dell'investitore professionale, in linea di principio, sembra infatti ragionevole pretendere ed aspettarsi che, prima di sottoscrivere uno strumento obbligazionario, egli compia un “*double check*” sul relativo *rating* sia attraverso un esame delle metodologie di valutazione utilizzate dall'agenzia per formularlo – che ai sensi del reg. n. 1060/2009 dovranno essere rese note – sia mediante un'analisi autonoma delle informazioni pubbliche disponibili sull'emittente. Quell'onere di verifica dovrà essere tanto più intenso quanto più sarà bassa la reputazione dell'agenzia di *rating* – che diverrà in qualche modo “misurabile” non appena entrerà a regime il registro centrale dei risultati relativi ai voti emessi e pubblicati previsto dal reg. n. 1060/2009 – o in presenza di *rating* fortemente discordanti emessi da agenzie diverse con riguardo alle medesime emissioni od allo stesso emittente».

¹⁷³ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 149.

¹⁷⁴ Cass. civ., sez. I, 25 febbraio 2009, n. 4587, in *Foro it.* 2009, 12, I, 3355.

informazioni contenute nel prospetto informativo, è ravvisabile, ai sensi dell'art. 1227, commi 1 e 2, c.c., un concorso del fatto colposo degli investitori nel caso di diffusione di notizie di stampa che rivelino la particolare rischiosità dell'investimento e la non attendibilità della fonte di informazione ufficiale costituita dall'autorizzata pubblicazione del prospetto informativo da parte della medesima Autorità, dal momento che l'investitore prudente deve valutare anche il contenuto delle notizie di stampa, deve attivarsi per verificarne la corrispondenza al vero ed eventualmente non investire nell'operazione o provvedere a disinvestire prontamente i capitali, evitando o limitando le perdite lamentate, ciò a prescindere dal dovere della stessa Autorità di attivare autonomamente e successivamente i poteri repressivi e di vigilanza».

Nella materia in esame, si può ipotizzare un ampliamento dei margini di operatività dell'art. 1227 cod. civ. a seguito delle modifiche recentemente introdotte dal Regolamento UE n. 462 del 2013, il quale ha, tra i suoi obiettivi, quello di ridurre l'eccessivo affidamento (*over-reliance*) che i soggetti ripongono sul *rating*¹⁷⁵. Si ritiene, tuttavia, che l'applicazione delle norme contenute nell'art. 1227 cod. civ. vada attentamente ponderata, pena l'introduzione di nuovi importanti margini di irresponsabilità a favore delle agenzie di *rating*. In particolare, non si ritiene che la diffusione di notizie di stampa di segno contrario rispetto alle valutazioni delle agenzie possa, per sé sola, condurre alla limitazione di responsabilità di cui all'art. 1227 cod. civ., per diversi ordini di ragioni. Innanzitutto, deve essere operata una distinzione tra investitori professionali ed investitori *retail*. Imputare all'investitore *retail* il concorso di responsabilità

¹⁷⁵ Cfr. capitolo III, § 4.3.

nel danno subito per non aver attentamente valutato le notizie di stampa configgenti con il *rating* assegnato non sembra opinione del tutto convincente: così facendo, infatti, si finirebbe col richiedere all'investitore *retail*, non dotato di particolari competenze economico-finanziarie, di effettuare un giudizio comparativo tra la bontà delle informazioni contenute nelle notizie di stampa (stampa non meglio qualificata, almeno nella sentenza della Suprema Corte; sarebbe probabilmente meglio restringere il campo di indagine alle notizie diffuse dalla stampa finanziaria, che dovrebbero essere quelle più attendibili e che creano maggiore affidamento nel lettore) rispetto alle informazioni incorporate nel giudizio di *rating*, operazione nient'affatto semplice, soprattutto per un soggetto non esperto. Chiedere, inoltre, all'investitore non professionale di essere più diligente delle stesse agenzie di *rating* nel valutare le notizie di stampa, quando le stesse agenzie non le hanno affatto o adeguatamente valutate, non sembra ragionevole; anzi, proprio il mantenimento di un determinato *rating*, pur a fronte della diffusione di notizie di segno contrario, potrebbe indurre l'investitore poco esperto a ritenere che l'agenzia, valutatore professionale ed esperto, consideri quelle notizie non veritiere e/o non preoccupanti, in ogni caso irrilevanti rispetto al classamento del merito creditizio di quella emissione o quell'emittente. E nell'ipotesi in cui l'investitore poco esperto decidesse di dare credito alle notizie diffuse dalla stampa anziché alle valutazioni professionali delle agenzie di *rating* e successivamente si accorgesse di aver commesso un errore, quali possibilità avrebbe di ottenere il risarcimento (a titolo di responsabilità extracontrattuale) dalla testata giornalistica e/o dall'autore dell'articolo in questione del pregiudizio subito a causa dell'affidamento riposto nella notizia diffusa? A parte il fatto che in questo

caso verrebbe probabilmente in luce il disposto dell'art. 21 Cost., sicché il giudice dovrebbe operare un bilanciamento tra opposti interessi di rango costituzionale (libertà di manifestazione del pensiero e libertà di stampa vs tutela del risparmio e dell'integrità dei mercati finanziari) il cui esito rimane incerto, come potrebbe l'investitore in siffatta ipotesi evitare l'applicazione dell'art. 1227 cod. civ.?¹⁷⁶

¹⁷⁶ Analoghe considerazioni si leggono in un'altra pronuncia della Suprema Corte (Cass. civ., sez. I, 29 dicembre 2011, n. 29864, in *Foro it.* 2012, 7-8, I, 2120), resa in materia di responsabilità dell'intermediario finanziario per la violazione degli obblighi informativi nei confronti del cliente-investitore non qualificato (o "al dettaglio"): «ben diversa è la rilevanza e l'efficacia di un'informazione resa da un soggetto istituzionalmente e professionalmente qualificato, quale l'intermediario cui il legislatore appunto per questo affida la tutela dell'interesse del cliente, rispetto a quella degli organi di stampa; e lo speciale rapporto contrattuale che intercorre tra il cliente e l'intermediario implica un grado di affidamento del primo nella professionalità del secondo che non può essere certo sostituito dall'onere per lo stesso cliente di assumere direttamente informazioni da altra fonte. (...) S'è già sottolineato come il sig. V. (benché qualificato dalla corte d'appello come professore di diritto, qualifica che peraltro egli nega) non rientri in alcuna delle categorie di investitori qualificati previsti dalla normativa e sia perciò da considerare pacificamente un investitore "al dettaglio". Come tale, indipendentemente dal suo grado di cultura generale e dal fatto di aver eseguito già in passato investimenti finanziari, egli poteva del tutto ragionevolmente confidare nel diligente adempimento, da parte dell'intermediario cui si era rivolto, degli obblighi di comportamento previsti dalle norme di settore, a cominciare da quelli inerenti all'informazione. Ipotizzare un suo concorso di colpa per non aver percepito i segnali allarmanti provenienti dalla stampa specializzata significa postulare un suo onere, secondo correttezza e buona fede, di tenersi autonomamente informato attraverso la lettura di quella stampa. Ma un simile comportamento non è ragionevolmente esigibile, perché la ragione che giustifica l'instaurazione del rapporto

Il discorso è in parte diverso ove il creditore-danneggiato sia un investitore professionale. L'investitore professionale è, infatti, dotato di specifiche competenze tecniche, di un'organizzazione estesa e di economie di scala, elementi tutti che gli permettono di avere una comprensione più ampia del mercato nel quale investe, sicché la colpa (art. 1227, comma primo cod. civ.) e la diligenza (art. 1227, comma secondo cod. civ.) allo stesso riferite dovranno essere valutate con maggior rigore rispetto all'investitore non professionale. Di modo che in tale ipotesi la diffusione di notizie di stampa che si discostino significativamente rispetto all'informazione contenuta nel giudizio di *rating* ben potrebbe assumere rilievo ai fini dell'applicazione dell'art. 1227 cod. civ., non tanto per l'intrinseca verità o meno della notizia riportata,

contrattuale del cliente con l'intermediario proprio in questo consiste: nel fatto che il cliente affida all'intermediario, in considerazione della qualificazione professionale di quest'ultimo, il compito d'informarsi e d'informarlo. Tanto basta ad escludere, fin quando il rapporto contrattuale con l'intermediario è in esecuzione, un onere d'informazione ulteriore e diretta a carico del cliente al dettaglio, sia che egli non disponga degli strumenti culturali ed intellettuali a tal fine occorrenti, sia che semplicemente non intenda impiegare il proprio tempo in un'attività di monitoraggio che contrattualmente ha affidato ad un soggetto comunque più qualificato di lui». E conseguentemente la Corte conclude enunciando il seguente principio di diritto: «Nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi nei confronti del cliente, e questi non rientri in alcuna delle categorie d'investitore qualificato o professionale previste dalla normativa di settore, non è configurabile un concorso di colpa del medesimo cliente nella produzione del danno per non essersi egli stesso informato tramite la stampa della rischiosità del titoli acquistati».

ma piuttosto perché la diffusione della notizia dovrebbe rendere avvertito l'investitore professionale e spingerlo ad effettuare proprie valutazioni, che rendano ragionevole il suo affidamento sul *rating* piuttosto che sulla notizia di stampa.

Al di là del riferimento alle norme generali che disciplinano la quantificazione del danno risarcibile in ipotesi di responsabilità contrattuale (ed altresì extracontrattuale, con la sola esclusione della norma di cui all'art. 1225 cod. civ., non richiamato dall'art. 2056 cod. civ.), utili e più specifiche indicazioni circa la quantificazione del danno subito dall'investitore possono essere tratte dalla giurisprudenza che nel corso degli anni si è pronunciata in materia di responsabilità dell'intermediario finanziario per la violazione degli obblighi di informazione nei confronti dell'investitore ed in materia di responsabilità da prospetto¹⁷⁷.

¹⁷⁷ In tal senso già GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., p. 1460: «In ordine al *quantum* del risarcimento dovuto dall'agenzia di *rating* all'investitore danneggiato pare opportuno utilizzare gli stessi criteri applicati in giurisprudenza per quantificare il pregiudizio dell'investitore come conseguenza della violazione della regola dell'informazione da parte dell'intermediario finanziario. Il danno emergente dovrebbe essere valutato avendo riguardo al valore della differenza tra l'investimento effettuato ed il prezzo di vendita degli strumenti finanziari a seguito di *default*. Pare appropriato detrarre anche l'importo delle cedole percepite dall'investitore. Quanto al danno derivante dal non aver potuto impiegare il denaro in modo più utile (lucro cessante) si potrà utilizzare un criterio equitativo che ad esempio tenga conto dei titoli nel portafoglio dell'investitore. Laddove l'agenzia non abbia provveduto ad aggiornare il rating mantenendolo positivo pur in presenza di segnali di peggioramento delle condizioni, sarà pure

Una prima pronuncia che merita di essere menzionata è Cass. n. 29864 del 2011¹⁷⁸, che in materia di responsabilità dell'intermediario finanziario per la violazione degli obblighi informativi nei confronti del cliente-investitore non qualificato (o "al dettaglio"), relativamente alla quantificazione del danno a cui ha diritto l'investitore-danneggiato, ha enunciato il seguente principio di diritto: «Nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi nei confronti del cliente, il danno risarcibile consiste nell'essere stato posto a carico di detto cliente un rischio che presumibilmente egli non si sarebbe accollato; tale danno può essere liquidato in misura pari alla differenza tra il valore dei titoli al momento dell'acquisto e quello degli stessi titoli al momento della domanda risarcitoria solo se non risulti che, dopo l'acquisto ma già prima della proposizione di detta domanda, il cliente, avendo avuto la possibilità con l'uso dell'ordinaria diligenza di rendersi autonomamente conto della rischiosità dei titoli acquistati, né sussistendo impedimenti giuridici o di fatto al disinvestimento, li abbia tuttavia conservati nel proprio patrimonio: nel qual caso il risarcimento dev'essere commisurato alla diminuzione del valore dei titoli tra il momento dell'acquisto e quello in cui l'investitore si è reso conto, o avrebbe potuto rendersi conto, del loro livello di rischiosità»¹⁷⁹.

ipotizzabile un'eventuale azione risarcitoria dall'investitore nei confronti dell'agenzia per mancato disinvestimento».

¹⁷⁸ Cass. civ., sez. I, 29 dicembre 2011, n. 29864, in *Foro it.* 2012, 7-8, I, 2120.

¹⁷⁹ Nella motivazione della sentenza si legge quanto segue: «In una situazione come quella in esame, in cui viene in evidenza la violazione da parte dell'intermediario del dovere d'informare

adeguatamente il cliente sui rischi dell'investimento finanziario, il danno da risarcire non necessariamente coincide con la differenza tra il costo sopportato dall'investitore nel compiere l'operazione ed il minor valore che hanno i titoli acquistati al momento della proposizione della domanda. La conseguenza del comportamento illegittimo dell'intermediario sta nel fatto che l'investitore inconsapevole si trova esposto ad un rischio che avrebbe potuto essergli accollato solo a seguito di adeguate informazioni. E poiché lo stesso legislatore, nel dettare la normativa cui già dianzi s'è fatto cenno, muove dal presupposto che dette informazioni sono invece necessarie all'effettuazione di scelte d'investimento oculate, deve presumersi, fino a prova del contrario, che quel rischio il cliente non lo avrebbe corso se fosse stato informato come si doveva (per l'affermazione di un analogo principio, nella diversa fattispecie dell'adesione ad un'offerta pubblica di acquisto di titoli quotati sul base di un prospetto informativo non veridico, si veda Cass. 11 giugno 2010, n. 14056). Il danno che il cliente subisce, in simili casi, non sta nell'aver versato un prezzo eccessivo per l'acquisto dei titoli, nulla consentendo di affermare che, al momento dell'effettuazione dell'investimento, quei titoli avessero un valore di mercato inferiore a quello di cui il cliente si è privato per acquisirne la proprietà. Il danno consiste invece, di regola, nel fatto che i titoli incorporano in sé un rischio – rischio di futura perdita del capitale in essi investito – che il cliente ben informato non si sarebbe presumibilmente addossato, o almeno non in quella misura. Si tratta, per certi aspetti, di un'ipotesi simmetrica a quella del danno da perdita di chance: nell'un caso il danneggiato è illegittimamente privato di un'alea positiva, nell'altro si vede invece accollata un'alea negativa, ma è pur sempre in proiezione futura che il pregiudizio è apprezzabile. Salvo che, quando si tratta di perdita di chance è giocoforza procedere alla liquidazione del danno sulla base di ipotesi controfattuali, perché non si saprebbe come altrimenti configurare la possibilità futura che è andata persa; nel caso dell'accollo non dovuto di un rischio, invece, il successivo sviluppo degli eventi è noto ed è perciò relativamente più agevole stabilire se ed in qual misura l'eventualità negativa si è effettivamente realizzata. In prima approssimazione, è dunque corretto far riferimento alla successiva perdita di valore del titolo

per quantificare il danno subito dall'investitore il quale si sia trovato esposto al rischio di quella perdita per un fatto imputabile all'intermediario. S'impone però una rilevante precisazione. Se, alla luce di quanto appena osservato, appare del tutto ragionevole che il rischio al quale il cliente male informato è stato esposto debba esser trasferito in capo all'intermediario, al cui illegittimo comportamento il difetto d'informazione è imputabile, occorre nondimeno tener conto del fatto che i titoli nel cui acquisto l'investitore ha impiegato il proprio denaro sono entrati nel suo patrimonio ed, almeno per un certo tempo, vi sono in genere rimasti. Non può allora ignorarsi il principio per il quale i rischi di perdita di valore di un bene sono di regola a carico di chi ne è proprietario e da quel medesimo bene è perciò anche in grado di trarre eventuali vantaggi. Ove si trascurasse questo aspetto, si preverrebbe al paradossale risultato che l'investitore il quale scelga di conservare indefinitamente nel suo portafoglio i titoli inizialmente acquistati in difetto di adeguate informazioni da parte dell'intermediario potrebbe, in un assai ampio lasso temporale, trasferire su quest'ultimo i rischi delle future perdite conservando invece per sé gli eventuali guadagni che da quei titoli dovessero derivare. In realtà le conseguenze dell'indebito accollo del rischio al cliente inconsapevole cessano – o quanto meno non sono più direttamente riconducibili alla violazione da parte dell'intermediario degli obblighi d'informazione verso l'investitore – a partire dal momento in cui quest'ultimo, adoperando l'ordinaria diligenza cui ciascuno è tenuto nella gestione del proprio patrimonio, sia stato in grado di percepire egli stesso l'esistenza di tali rischi. Quel che accade a partire da quel momento in poi è presumibile sia frutto di una scelta autonoma, e non più inconsapevole, del cliente di conservare la titolarità dei titoli acquistati inizialmente senza adeguate informazioni, salvo che, ovviamente, non si diano situazioni per le quali di quei titoli egli non sia ormai più in grado di disfarsi alle normali condizioni di mercato in quel momento ravvisabili. Al di fuori di quest'ultima ipotesi, il rischio inerente a tale autonoma scelta – che ha luogo ormai al di fuori del rapporto contrattuale con l'intermediario che aveva prestato il servizio di negoziazione – non può che restare a carico dell'investitore. È appena il caso di aggiungere che, in casi

Principi interessanti ed utilizzabili per quantificare il danno derivante dalla diffusione di *rating* non corretti si rinvencono anche nella giurisprudenza che si è occupata della responsabilità dell'emittente per i danni subiti dal sottoscrittore di azioni offerte in base ad un prospetto infedele al vero per la colposa violazione degli obblighi di corretta informazione insiti nella disciplina delle offerte pubbliche¹⁸⁰.

siffatti, la decisione di conservare nel proprio patrimonio titoli della cui rischiosità l'investitore non era stato doverosamente informato al momento dell'acquisto non è certo riconducibile alla fattispecie del concorso di colpa, contemplata dall'art. 1227 c.c., comma 1 ma semmai a quella del comma 2 del medesimo articolo, che esclude la risarcibilità dei danni che il creditore avrebbe potuto evitare con ordinaria diligenza. Orbene, se la domanda di risarcimento sia stata proposta ad una distanza di tempo non manifestamente eccessiva rispetto al momento dell'acquisto, è possibile presumere che la consapevolezza da parte del danneggiato dell'indebito rischio cui è stato esposto per fatto dell'intermediario coincide con la stessa proposizione della domanda, essendo eventualmente a carico della controparte l'onere di allegare e dimostrare l'esistenza di circostanze dalle quali si possa invece logicamente trarre il convincimento che già in epoca anteriore il cliente si fosse reso conto, o fosse comunque in condizioni di rendersi conto, del rischio inerente all'investimento».

¹⁸⁰ Cfr. Cass. civ., sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, in *www.iusexplorer.it*: «se il comportamento antigiuridico da cui la responsabilità trae origine consiste nell'aver fornito al sottoscrittore dei titoli un'informazione insufficiente o fuorviante circa il valore patrimoniale o la redditività dei titoli stessi, il danno di cui si discute, da ragguagliare al minor vantaggio o al maggior aggravio economico determinato da tale comportamento scorretto (cfr. Cass. n. 19024/05, cit.), è quello prodotto appunto dall'aver acquistato beni aventi un valore diverso ed inferiore rispetto a quanto le informazioni ricevute dall'acquirente avrebbero fatto ragionevolmente supporre: cioè di aver acquistato ad un prezzo che

dichiaratamente presupponeva un determinato valore, risultato poi invece inferiore. Se il legislatore prescrive che il prezzo al quale la domanda e l'offerta s'incontrano sul mercato sia determinato in base ad un complesso di informazioni che debbono essere correttamente fornite dall'offerente al mercato stesso, l'alterazione del prezzo conseguente alla non correttezza di tali informazioni e la circostanza che, di conseguenza, l'incontro tra l'offerta e la domanda sia avvenuta ad un livello di prezzo diverso da quello che prevedibilmente si sarebbe avuto in caso di informazione corretta, integra di per sé un danno ingiusto per l'aderente alla sollecitazione (non diversamente – se può azzardarsi un paragone – da quel che accadrebbe se chi acquista ad un determinato prezzo una scatola sigillata, sulla cui etichetta è indicato il contenuto di un litro di latte, scoprisse poi che di latte nella scatola ce n'è solo mezzo litro). Contrariamente a quanto sembra prospettare la difesa di parte ricorrente, invece, le vicende dei titoli successive al loro acquisto non sono di per sé produttive di un danno riconducibile al fatto illecito di cui si discute. L'andamento di borsa dei titoli quotati, sia nell'immediato sia nel lungo periodo, è notoriamente influenzato da una assai variegata quantità di fattori. Ovviamente, si può trarre anche da esso argomento per desumere quale fosse l'effettivo valore delle azioni all'atto della loro originaria sottoscrizione e come la scorretta rappresentazione contenuta nel prospetto abbia deformato tale valore ai fini della determinazione del prezzo d'acquisto; ma non per affermare, sic et simpliciter, che la perdita derivante dal successivo azzeramento del capitale sociale sia imputabile all'illecito comportamento di cui si sta parlando, perché non è affatto detto che l'andamento negativo della società dipenda dall'inesattezza delle informazioni rese nel prospetto. Allo stesso modo, però, non può aver rilievo – non comunque per escludere in radice l'esistenza del danno – la circostanza, sottolineata invece da parte controricorrente e richiamata anche nell'impugnata sentenza, secondo cui le azioni del Banco di Napoli, nel periodo immediatamente successivo all'emissione, conservarono o addirittura migliorarono la loro quotazione di borsa. Per poterne arguire che la non veridicità dei dati riportati nel prospetto è stata in concreto ininfluenza sul valore dei titoli in questione, occorrerebbe affermare – ma non lo si fa – che il favorevole

Con riguardo alla diversa ipotesi in cui l'investitore non abbia, in virtù del basso *rating* erroneamente attribuito al prodotto finanziario, investito in un determinato strumento, così perdendo la possibilità di effettuare un investimento che si sarebbe rivelato vantaggioso, si ricorda che nel caso di responsabilità contrattuale il contraente inadempiente è tenuto a risarcire il c.d. interesse positivo, ossia l'interesse corrispondente al vantaggio che la controparte delusa avrebbe conseguito laddove il contratto stesso fosse stato (esattamente) adempiuto. Nella specie, l'agenzia di *rating* sarà tenuta a risarcire l'investitore dei mancati vantaggi che lo stesso avrebbe conseguito laddove il contratto fosse stato adempiuto correttamente. Che l'investitore fosse interessato ad acquisire al proprio portafoglio finanziario determinati prodotti emerge chiaramente dal fatto che lo stesso si sia determinato a concludere con l'agenzia di *rating* un contratto per la valutazione del merito di credito di quei prodotti; potrà semmai porsi un problema di quantificazione del danno, poiché potrebbe non essere chiaro in quale misura l'investitore avrebbe investito. Potranno all'uopo soccorrere le presunzioni, ad esempio riguardando le abitudini di investimento del danneggiato, le sue disponibilità economiche, la sua propensione al rischio, etc.; in mancanza di qualsiasi riferimento, potrà soccorrere il criterio equitativo di cui all'art. 1226 cod. civ..

andamento degli stessi titoli in borsa è continuato pur dopo che la falsità di quei dati è stata resa nota al mercato. Né, ovviamente, si può imputare alla stessa Tessival [l'investitore danneggiato: ndr] di non aver approfittato del corso favorevole dei prezzi per rivendere le azioni e per elidere o ridurre il danno quando ancora non le era nota l'inattendibilità del prospetto in base al quale le aveva in precedenza acquistate».

Più gravoso per l'investitore sarà fornire la prova del danno subito ove lo stesso non abbia commissionato all'agenzia il *rating* relativamente ad uno o più prodotti specificamente individuati, bensì si sia limitato a sottoscrivere un generico contratto di abbonamento ai servizi di *rating*. In tal caso, infatti, l'investitore dovrà dimostrare, oltre alla misura nella quale avrebbe investito ove fosse stato a conoscenza del reale merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione, anche che la propria scelta di investimento sarebbe caduta proprio su quel prodotto anzichè su un altro, appartenente alla medesima categoria.

2.3. Le clausole di esonero da responsabilità e le clausole di manleva

Continuando la disamina dei profili di responsabilità contrattuale delle agenzie di *rating*, non si può non affrontare il tema delle clausole di esclusione e/o di limitazione della responsabilità.

Tali clausole, che le parti possono pattuire di inserire o meno nel contratto, dispiegano i propri effetti nel caso in cui uno dei contraenti si renda inadempiente: ove sia presente una clausola di esclusione della responsabilità, la parte inadempiente nel cui interesse la stessa è posta non dovrà alla controparte alcun risarcimento; ove, invece, sia presente una clausola di limitazione della responsabilità, la parte inadempiente nel cui interesse la clausola sia stata posta dovrà alla controparte un risarcimento limitato ad un tetto prestabilito, anche se il danno risulti superiore¹⁸¹.

¹⁸¹ ROPPO V., *Il contratto*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 997.

Tali clausole (di esclusione o di limitazione preventiva della responsabilità) incontrano però dei limiti normativamente stabiliti. Ai sensi dell'art. 1229 cod. civ., è nullo qualsiasi patto che esclude o limita preventivamente la responsabilità del debitore per dolo o per colpa grave (comma primo); è altresì nullo qualsiasi patto preventivo di esonero o di limitazione di responsabilità per i casi in cui il fatto del debitore o dei suoi ausiliari costituisca violazione di obblighi derivanti da norme di ordine pubblico¹⁸² (comma secondo). Nel primo caso è dunque ammessa la clausola di esonero da responsabilità nell'ipotesi di colpa lieve, ma è esclusa nelle ipotesi di dolo e colpa grave; nel secondo caso la clausola è radicalmente nulla, quand'anche pattuita per la sola ipotesi di colpa lieve, dal momento che entrano in gioco obblighi derivanti da norme di ordine pubblico.

La presenza di siffatte clausole si rinviene, ad esempio, nelle “condizioni di utilizzo” (*terms of use*) che l'investitore è chiamato ad accettare per completare la procedura di registrazione al sito *web* delle agenzie di *rating*. Non avendo avuto l'occasione di esaminare il testo di un contratto a titolo oneroso concluso tra investitore-committente ed agenzia di *rating* (né di un contratto a titolo oneroso concluso tra emittente-committente ed agenzia di *rating*)¹⁸³, si può in questa sede soltanto ipotizzare che clausole simili siano presenti anche all'interno di tali testi contrattuali.

¹⁸² Rileva ROPPO V., *Il contratto*, cit., p. 998 che «[q]ui la *ratio* dell'inderogabilità è auto evidente, al punto da rendere forse superflua l'espressa formulazione del divieto: anche senza l'art. 1229², i patti che la norma vieta sarebbero illeciti *ex art.* 1343».

¹⁸³ Si ricorda che la registrazione al sito *web* dell'agenzia di *rating* è stato inquadrato da una parte della dottrina nella categoria dei negozi gratuiti atipici. Cfr. *supra*, § 2.

Attraverso la predisposizione di clausole di esonero da responsabilità, l'agenzia di *rating* cerca di mettersi al riparo da possibili azioni risarcitorie¹⁸⁴. Nessun dubbio si

¹⁸⁴ Al fine di agevolare il lettore, si ritiene opportuno riportare il testo delle condizioni di utilizzo dei siti *web* delle due principali agenzie mondali di *rating* (i.e. Moody's e Standard&Poor's).

Sul sito *www.moody.com*, alla voce *Accordo di utilizzo*, che disciplina l'utilizzo dei contenuti del sito *web* da parte degli utenti registrati, si legge quanto segue: «Cliccando su “ACCETTO”, riportato in calce a questo documento, indicate di aver capito e compreso che questi termini e condizioni rappresentino l'equivalente legale di un contratto firmato per iscritto e ugualmente vincolante, e che accettate di esserne vincolati. (...)

10. ESONERO DA RESPONSABILITÀ. Moody's ottiene tutte le informazioni che pubblica sul Sito da fonti che considera precise e attendibili. Voi convenite espressamente che (a) i rating e gli altri pareri forniti mediante il Sito costituiscono e sono da interpretarsi esclusivamente come dichiarazioni di opinioni di relativi rischi di credito futuri (come definiti sotto) di entità, impegni creditizi, o titoli di credito o titoli simili e non enunciazioni di fatti attuali o storici riguardo al merito del credito, investimenti o consulenza finanziaria, raccomandazioni riguardo a decisioni in materia di credito o per la compravendita o detenzione di titoli, conferma dell'esattezza di dati o conclusioni, o tentativi di valutazione autonoma o di attestazione della situazione finanziaria di una società; (b) i rating del credito e altri pareri riguardo al credito forniti tramite il Sito non affrontano nessun altro rischio, compresi a titolo esemplificativo ma non esaustivo il rischio di liquidità, il rischio del valore di mercato o la volatilità dei prezzi; (c) i rating del credito e altri pareri riguardo al credito forniti tramite il Sito non tengono conto dei vostri obiettivi personali, della vostra situazione e necessità finanziarie; (d) ciascun rating o altro parere è da considerare in ogni caso esclusivamente come uno dei fattori da valutare per le decisioni d'investimento o di credito assunte da Voi o per vostro conto; e (e) provvederete di conseguenza a svolgere le vostre proprie analisi e valutazioni per ogni decisione in materia di credito e per ogni titolo, come pure per ogni emittente o garante e

fornitore di sostegno al credito per ogni titolo azionario od obbligazionario che intendete acquistare, detenere, vendere o fornire. Inoltre accettate espressamente che qualsiasi strumento o informazione resi disponibili sul Sito non sono sostitutivi all'esercizio autonomo del giudizio e delle competenze. Siete invitati ad avvalervi sempre di un consulente professionale in materia di investimenti, fiscalità, legislazione o per altri ambiti professionali. Per gli scopi di tale paragrafo, Moody's definisce "rischio creditizio" il rischio affrontato da un'entità nel non assolvere ai suoi obblighi di natura contrattuale e finanziaria alla loro scadenza e a qualsiasi perdita finanziaria in caso di default.

Moody's adotta tutte le misure necessarie affinché l'informazione utilizzata nell'assegnare un rating di credito sia di qualità accettabile e da fonti ritenute da Moody's affidabili, comprese, ove appropriato, fonti indipendenti di terzi. Tuttavia, Moody's non è un revisore dei conti e non può in ogni singolo caso accertare e convalidare autonomamente l'informazione ricevuta nel processo di rating. A causa della possibilità di errori umani o meccanici come pure di altri fattori, il Sito e tutti i relativi materiali, prodotti, servizi ed informazioni sono forniti "COSÌ COME SONO" e "SECONDO LA RISPETTIVA DISPONIBILITÀ", senza dichiarazioni o garanzie di sorta; e MOODY'S E I SUOI LICENZIANTI E FORNITORI NON RENDONO DICHIARAZIONI O FORNISCONO GARANZIE, ESPRESSE O IMPLICITE, A VOI O AD ALTRA PERSONA O ENTE, IN MERITO ALL'ESATTEZZA, AI RISULTATI, ALLA TEMPESTIVITÀ, COMPLETEZZA, COMMERCIALIZZABILITÀ, IDONEITÀ PER UN DETERMINATO SCOPO IN RELAZIONE AL SITO O AI RELATIVI MATERIALI, STRUMENTI, PRODOTTI, SERVIZI O INFORMAZIONI. Moody's non dichiara né garantisce che qualsiasi materiale, strumento, prodotto, servizio o informazione pubblicati sul Sito siano adeguati o disponibili per l'utilizzo in qualsiasi determinata località; inoltre, è vietato l'accesso a tali materiali da territori in cui i contenuti del Sito siano anche solo in parte illegali. Se decidete di accedere al Sito da tali località, lo fate di vostra iniziativa e siete responsabili dell'osservanza delle leggi, normative e regolamenti locali vigenti. Moody's può limitare la disponibilità del Sito, in tutto o in parte, a

qualsiasi persona, area geografica o giurisdizione di sua scelta, in qualsiasi momento e a sua esclusiva discrezione. Voi convenite e riconoscete che nessuna delle informazioni o consulenze fornite in forma verbale o scritta da Moody's o da suoi dipendenti o agenti riguardo al Sito costituisce una dichiarazione o una garanzia, a meno che tale informazione o consulenza non sia stata incorporata alle presenti Condizioni di Utilizzo mediante accordo scritto. INOLTRE, LE INFORMAZIONI, I MATERIALI, GLI STRUMENTI, I PRODOTTI ED I SERVIZI RESI DISPONIBILI SUL SITO POSSONO CONTENERE INESATTEZZE O REFUSI, E PUÒ AVVENIRE TALVOLTA CHE IL SITO O I SUOI CONTENUTI NON SIANO DISPONIBILI. MOODY'S PUÒ ALTRESÌ APPORTARE MODIFICHE E/O CAMBIAMENTI AL SITO OVVERO ALLE INFORMAZIONI, MATERIALI, STRUMENTI, PRODOTTI E SERVIZI IVI DESCRITTI O RESI DISPONIBILI, IN QUALUNQUE MOMENTO E PER QUALSIVOGLIA MOTIVO. IL RISCHIO LATENTE NELL'UTILIZZARE E/O FARE AFFIDAMENTO SU INFORMAZIONI, MATERIALI, STRUMENTI, PRODOTTI E SERVIZI RESI DISPONIBILI SUL SITO S'INTENDE ESCLUSIVAMENTE A VOSTRO CARICO.

IN NESSUN CASO MOODY'S O I SUOI LICENZIANTI O FORNITORI RISPONDONO NEI VOSTRI CONFRONTI DI DANNI SPECIALI, INDIRETTI, INCIDENTALI O CONSEGUENZIALI DI QUALSIVOGLIA NATURA, COMPRESI, A TITOLO ESEMPLIFICATIVO MA NON ESAUSTIVO, COMPENSI, RIMBORSI O RISARCIMENTI PER MANCATI GUADAGNI PRESENTI O FUTURI, SPESE, INVESTIMENTI O IMPEGNI, QUAND'ANCHE EFFETTUATI PER CREARE, SVILUPPARE E MANTENERE UNA REPUTAZIONE O AVVIAMENTO COMMERCIALE, NÉ PER PERDITA DI DATI, COSTI PER MATERIALI, PRODOTTI, SERVIZI O INFORMAZIONI DI RIMPIAZZO, COSTO DEL CAPITALE E PRETESE DI TERZI, O PER QUALSIVOGLIA ALTRO MOTIVO, QUAND'ANCHE MOODY'S O I SUOI LICENZIANTI O FORNITORI SIANO STATI A CONOSCENZA DELLA POSSIBILITÀ DI TALI DANNI.

NELLA MISURA CONSENTITA DALLA LEGGE, MOODY'S E I SUOI LICENZIANTI E FORNITORI ESCLUDONO OGNI RESPONSABILITÀ PER DANNI DIRETTI DERIVANTI DAL VOSTRO UTILIZZO DEL SITO E DEI SUOI CONTENUTI.

IN OGNI CASO, LA RESPONSABILITÀ COMPLESSIVA DI MOODY'S E DEI SUOI LICENZIANTI E FORNITORI PER QUALSIVOGLIA MOTIVO IN RELAZIONE ALL'UTILIZZO DEL SITO E DEI SUOI CONTENUTI NON PUÒ SUPERARE (A) L'IMPORTO TOTALE PAGATO DALL'UTENTE PER I SERVIZI FORNITI PER IL TRAMITE DEL SITO A NORMA DELLE PRESENTI CONDIZIONI DI UTILIZZO NEI 12 MESI IMMEDIATAMENTE PRECEDENTI L'EVENTO CHE HA DATO ORIGINE ALLA RESPONSABILITÀ, O (B) LA SOMMA DI USD 100, SE SUPERIORE.

11. Manleva. Voi convenite di tenere indenne e manlevare Moody's, i suoi licenzianti e fornitori nonché tutte le sue società controllate, come pure tutti i loro rispettivi funzionari, amministratori, dipendenti, azionisti, rappresentanti legali, agenti, successori e aventi causa, da tutti i danni, responsabilità, costi e spese (compreso un congruo importo di spese legali e giudiziarie e di onorari professionali) derivanti da pretese di terzi basate o legate al vostro utilizzo del Sito oppure da una vostra violazione delle presenti Condizioni di Utilizzo » (https://www.moody's.com/registerinfo.aspx?lang=it&cy=ita&from=Nav_Reg; per la versione inglese, v. https://www.moody's.com/registerinfo.aspx?from=Nav_Reg).

Sul sito www.standardandpoors.com, i *Terms of use* per la registrazione sono i seguenti: «4. LIMITATION ON WARRANTIES AND LIABILITY

You are entirely liable for activities conducted by you or anyone else in connection with your browsing and use of the Web Site. If you are dissatisfied with the Web Site or with these Terms of Use, your sole and exclusive remedy is to stop using the Web Site. Neither Standard & Poor's nor any third party provider will pay you any damages in connection with your browsing or use of the Web Site.

Neither Standard & Poor's, nor its affiliates, nor their third party providers guarantee the accuracy, completeness, timeliness or

availability of any information provided through this Web Site. Standard & Poor's, its affiliates or their third party providers and their directors, officers, shareholders, employees or agents are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such information. STANDARD & POOR'S, ITS AFFILIATES AND THEIR THIRD PARTY PROVIDERS DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE. In no event shall Standard & Poor's, its affiliates or their third party providers and their directors, officers, shareholders, employees or agents be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of such information even if advised of the possibility of such damages.

The ratings and credit related analyses of Standard & Poor's and its affiliates and the observations contained in reports and articles published on this Web Site are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or make any investment decisions. Standard & Poor's assumes no obligation to update any information following publication. Users of the information provided through this Web Site should not rely on any of it in making any investment decision. Standard & Poor's opinions and analyses do not address the suitability of any security. Standard & Poor's does not act as a fiduciary or an investment advisor. While Standard & Poor's has obtained information from sources it believes to be reliable, Standard & Poor's does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Standard & Poor's keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of each of these activities. As a result, certain business units of Standard & Poor's may have information that is not available to other Standard & Poor's business units. Standard & Poor's has established policies

and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

The Standard & Poor's Ratings Services business may receive compensation for its ratings and credit related analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. Standard & Poor's reserves the right to disseminate its opinions and analyses. Standard & Poor's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge) and www.ratingsdirect.com and www.globalcreditportal.com (subscription), and may be distributed through other means, including via Standard & Poor's publications and third party redistributors. Additional information about our ratings fees is available [here](#).

NEITHER CSB, ABA NOR ANY OF THEIR AFFILIATES MAKE ANY WARRANTIES, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, ADEQUACY OR COMPLETENESS OF ANY OF THE INFORMATION CONTAINED IN THE CUSIP DATABASE. ALL SUCH MATERIALS ARE PROVIDED TO USER ON AN "AS IS" BASIS, WITHOUT ANY WARRANTIES AS TO MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE NOR WITH RESPECT TO THE RESULTS WHICH MAY BE OBTAINED FROM THE USE OF SUCH MATERIALS. NEITHER CSB, ABA NOR THEIR AFFILIATES SHALL HAVE ANY RESPONSIBILITY OR LIABILITY FOR ANY ERRORS OR OMISSIONS, REGARDLESS OF THE CAUSE, NOR SHALL THEY BE LIABLE FOR ANY DIRECT, INDIRECT, INCIDENTAL, EXEMPLARY, COMPENSATORY, PUNITIVE, SPECIAL OR CONSEQUENTIAL DAMAGES, COSTS, EXPENSES, LEGAL FEES, OR LOSSES (INCLUDING WITHOUT LIMITATION, LOST INCOME OR LOST PROFITS AND OPPORTUNITY COSTS) IN CONNECTION WITH SUCH USE, EVEN IF ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH DAMAGES. IN NO EVENT SHALL THE LIABILITY OF CSB, ABA OR ANY OF THEIR AFFILIATES PURSUANT TO ANY CAUSE OF ACTION, WHETHER IN CONTRACT, TORT, OR OTHERWISE, EXCEED THE FEE PAID BY USER FOR ACCESS TO SUCH MATERIALS IN THE MONTH IN WHICH

pone circa la possibilità di applicare la norma di cui all'art. 1229, comma primo cod. civ. alla fattispecie di responsabilità in esame: sicché qualsiasi patto che escluda o limiti preventivamente la responsabilità dell'agenzia di *rating* per dolo o per colpa grave sarà radicalmente nullo.

Maggiori perplessità sorgono, invece, circa l'operatività del secondo comma dell'art. 1229 cod. civ., ai sensi del quale è altresì nullo qualsiasi patto preventivo di esonero da responsabilità per i casi in cui il fatto del debitore o dei suoi ausiliari costituisca violazione di obblighi derivanti da norme di ordine pubblico, anche se tale violazione derivi da colpa lieve.

La dottrina che si è recentemente occupata *funditus* del tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* ha escluso la possibilità di applicare la norma *de qua* al caso di specie, sulla base della seguente considerazione: «nell'ipotesi del *rating*, non vengono in considerazione prestazioni dirette al soddisfacimento od alla salvaguardia di interessi del creditore relativi alla sua integrità fisica o morale od ai suoi rapporti familiari, nonché quelle che toccano esigenze fondamentali della persona nell'ambito della collettività, in ciò risolvendosi l'interpretazione del riferimento all'ordine pubblico *ex art. 1229, comma 2, c.c.*, difficilmente si potrà verificare una violazione del comando racchiuso nella disposizione codicistica»¹⁸⁵.

SUCH CAUSE OF ACTION IS ALLEGED TO HAVE ARISEN. FURTHERMORE, CSB AND ABA SHALL HAVE NO RESPONSIBILITY OR LIABILITY FOR DELAYS OR FAILURES DUE TO CIRCUMSTANCES BEYOND THEIR CONTROL»

(<http://www.standardandpoors.com/spcomregister/en/us>).

¹⁸⁵ SANNA P., *op. cit.*, p. 136.

In tal senso v. anche CHINÈ e al., *Manuale di diritto civile*, 2013, p. 1995: « Da tale enumerazione [degli obblighi di ordine pubblico]

Ad avviso di chi scrive, potrebbe ipotizzarsi una lettura più ampia della locuzione “ordine pubblico”, tale da ricomprendere anche il c.d. ordine pubblico economico¹⁸⁶¹⁸⁷. Sebbene l’indagine sulla (ancora incerta) nozione di

rimarrebbero esclusi tutti quegli interessi di ordine meramente economico ».

¹⁸⁶ Cfr. ROPPO V., *Il contratto*, cit., p. 998: «Si deve pensare, essenzialmente, alle prescrizioni di sicurezza imposte per l’esercizio di determinate attività in vista della salvaguardia di valori o interessi di rango (incolumità fisica e salute delle persone, protezione dei dati personali ecc.)».

CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 662: «Il comma 2 dell’art. 1229 (...) fa riferimento a quei contratti che sono volti a tutelare interessi personali o collettivi che hanno carattere indisponibile. (...) Inoltre tra i principi di ordine pubblico rientra anche la tutela degli interessi della collettività. Se la prestazione contrattuale è rivolta alla tutela di un interesse della collettività, il singolo contraente non può limitarne la tutela tramite una clausola limitativa di responsabilità. Ciò avviene, in particolare, quando l’inadempimento contrattuale integri anche gli estremi di un illecito penale, che, come tale, viola una norma posta nell’interesse generale».

¹⁸⁷ Sulla nozione di “ordine pubblico economico” cfr. GUARNERI A., voce *Ordine pubblico*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche. Sezione Civile*, XIII, Utet, Torino, 1995, pp. 154 ss.; G.B. FERRI, voce *Ordine pubblico (dir. priv.)*, in *Enciclopedia del diritto*, XXX, Giuffrè, 1980, p. 1056, il quale predilige la diversa locuzione di “ordinamento pubblicistico dell’economia” («Così come viene presentato, dalla dottrina che vi fa riferimento, il concetto di ordine pubblico economico finisce (...) per avere la fisionomia di una formula che copre situazioni diversissime tra loro, alla cui regolamentazione si arriva attraverso tecniche e meccanismi legislativi che, tra l’altro, appartengono a diverse branche del diritto. Di una formula, dunque, tanto vasta quanto generica e quindi inutilizzabile. Per indicare l’insieme di questi interventi meglio è allora ricorrere alla formula “ordinamento pubblicistico dell’economia” che almeno ha il maggior pregio (rispetto a quella

ordine pubblico economico¹⁸⁸ non costituisca l'oggetto del presente lavoro, non ci si può tuttavia esimere da un breve richiamo alla stessa, al fine di suffragare (se non l'indiscussa bontà, quantomeno) la non completa infondatezza della tesi testé proposta¹⁸⁹.

La nozione di ordine pubblico economico è di matrice francese¹⁹⁰, e comincia ad affermarsi in letteratura a seguito dell'intervento dello Stato nell'economia, in contrapposizione ai principi rigorosamente liberisti che hanno caratterizzato il pensiero economico nel periodo

dell'ordine pubblico economico) di non voler individuare un concetto giuridico, ma soltanto una tendenza di politica legislativa»).

¹⁸⁸ Così come è controversa la categoria di “Costituzione economica”: sul punto cfr. BIANCO G., *Costituzione economica e ordine pubblico economico*, UTET, Torino, 2008, pp.1 ss..

¹⁸⁹ Tale interpretazione è già stata sostenuta da Scaroni (SCARONI C., *op. cit.*, p. 829) con riferimento alla violazione di norme di ordine pubblico contenute nel Regolamento CE n. 1060/2009: «il Regolamento Comunitario è volto alla tutela primaria dell'interesse alla stabilità del mercato e, quindi, alla tutela di un interesse di sicura rilevanza pubblica. In considerazione di ciò, eventuali esoneri preventivi di responsabilità fatti valere da agenzie *registrate* ai sensi del Regolamento nell'emissione di *rating* destinati a fini regolamentari, potrebbero essere ritenuti nulli ai sensi del comma 2° dell'art. 1229 c.c. poiché la condotta delle agenzie di *rating* si porrebbe in violazione delle norme di ordine pubblico contenute nel Regolamento».

¹⁹⁰ In particolare, la categoria dell'ordine pubblico economico, «da un punto di vista dottrinario e scientifico, è elaborata dalla dottrina francese degli anni cinquanta e sessanta ed è da ricondurre nell'ambito del principio di solidarietà economica e dell'interventismo statale sistematico nei sistemi europei continentali di economia mista» (BIANCO G., *op. cit.*, pp. 33-34).

precedente¹⁹¹. Varie sono le definizioni che ne sono state date: ad esempio, l'ordine pubblico economico è stato definito come «il fine che l'azione dei pubblici poteri, nella sfera economica, mira a conseguire ed il limite all'attività economica degli imprenditori»¹⁹², oppure come «la previsione costituzionale di un insieme di limiti generali all'autonomia dei soggetti privati e di esplicazione delle fondamentali direttive del sistema economico»¹⁹³. I tratti essenziali della nozione di ordine pubblico economico sono stati rinvenuti dalla letteratura italiana nella stessa Costituzione repubblicana, in particolare nelle

¹⁹¹ Cfr. G.B. FERRI, *op. cit.*, p. 1056: «Da un lato, lo Stato entra nel “gioco” dell'economia assumendo esso stesso in prima persona, per certi settori produttivi, la veste di imprenditore; d'altro lato, predisponendo programmi che coordinino e indirizzino la attività economica sia pubblica che privata (come prevede anche l'art. 41 cost.); d'altro lato, infine, predisponendo autoritariamente misure riguardanti diversi settori dell'economia nazionale (dalla politica del credito alla regolamentazione dei prezzi, dalla politica del territorio a quella del risparmio, e così via). La cessazione, dunque, della tradizionale neutralità dello Stato di fronte ai fatti economici, ha indotto (...) taluni scrittori, soprattutto francesi, a elaborare la nozione di un ordine pubblico economico, autonoma dall'ordine pubblico della tradizione di codice. In questo senso la nozione di ordine pubblico economico dovrebbe caratterizzarsi e distinguersi da quella di ordine pubblico, come nozione non più “eccezionale” (dal contenuto “proibitivo” o “negativo”), ma come nozione “funzionale”».

¹⁹² V. PALADIN, *Ordine pubblico*, in *N.D.I.*, XIV, Torino, 1965, p. 135, citato da BIANCO G., *op. cit.*, p. 35.

¹⁹³ V. BIANCO, *Considerazioni su ordine pubblico economico, Costituzione economica e diritto comunitario della concorrenza*, AFS, 1995, p. 181, citato da BIANCO G., *op. cit.*, p. 35. Per ulteriori approfondimenti sulla nozione di ordine pubblico economico si rinvia a BIANCO G., *op. cit.*, pp. 35 ss..

norme di cui all'art. 41, commi 2-3 e 117, comma 2, lett. e) Cost., nonché 3 e 4 Cost.¹⁹⁴.

La nozione di ordine pubblico economico trova spazio anche nella giurisprudenza nostrana (sia di merito che di legittimità), che sempre più sovente la richiama all'interno delle proprie decisioni. Alcuni esempi aiuteranno a comprendere in quali occasioni i giudici abbiano fatto ricorso a tale nozione. La nozione di ordine pubblico economico è stata dai giudici richiamata, ad esempio, con riferimento al possesso, in capo ai partecipanti a gare dirette all'affidamento di concessioni di servizi pubblici, di alcuni inderogabili requisiti di moralità¹⁹⁵; al reato di illecito uso di carta di credito¹⁹⁶; alla nullità, nella società di capitali, della cessione di partecipazioni oggetto di conferimento in natura in mancanza del controllo degli amministratori sulla relazione di stima dell'esperto¹⁹⁷; alla nullità della delibera assembleare unanime di preventiva

¹⁹⁴ Cfr. BIANCO G., *op. cit.*, p. 35. Per ulteriori approfondimenti sulla nozione di ordine pubblico economico v. p. 17.

¹⁹⁵ Consiglio Stato, sez. VI, 21 maggio 2013, n. 2725, in *Foro Amministrativo - C.d.S.* 2013, 5, 1418 (s.m). Cfr. anche TAR Roma, sez. III, 8 settembre 2010, n. 32141, in *Foro Amministrativo - T.A.R.* 2010, 9, 2858 ; TAR Lazio, sez. I, 1° settembre 2004, n. 8229, in *Servizi pubblici e appalti* 2005, 246, in *Foro Amministrativo - T.A.R.* 2004, 2524; TAR Roma, sez. I, 5 aprile 2004, n. 3176, in *Foro Amministrativo - T.A.R.* 2004, 1045 .

¹⁹⁶ Cass. pen., sez. VI, 24 aprile 2012, n. 29821, in *CED Cassazione penale* 2012. Cfr. anche Cass. pen., sez. II, 8 aprile 2011, n. 15834, in *CED Cassazione penale* 2011, in *Cassazione Penale* 2012, 5, 1743, con riferimento all'inapplicabilità dell'esimente si cui all'art. 649 cod. pen. al reato di illecito uso di carta di credito; conforme, Cass. pen., sez. V, 21 novembre 2006, n. 41317, in *Cassazione Penale* 2007, 11, 4175.

¹⁹⁷ Cass. civ., sez. I, 29 dicembre 2011, n. 30020, in *Foro it.* 2012, 9, I, 2456, in *Rivista dei Dottori Commercialisti* 2012, 2, 446 (s.m).

autorizzazione dell'amministratore al compimento di un atto contrario all'oggetto sociale¹⁹⁸; alla nullità dei patti eccessivamente limitativi della libertà economica individuale¹⁹⁹; alla necessità che sia previsto l'importo massimo garantito per le obbligazioni condizionali o future, nell'ambito della disciplina della fideiussione nonché delle garanzie personali atipiche e, tra queste, quella di *patronage*²⁰⁰; alla individuazione dell'organo competente a disporre la conversione della procedura fallimentare in amministrazione straordinaria²⁰¹; al procedimento amministrativo per il permesso di soggiorno ed il suo rinnovo²⁰²; alla nomina, da parte dei soci di una società in nome collettivo, di un amministratore terzo²⁰³; alla interpretazione della norma che sancisce l'impossibilità per le imprese che si trovino fra loro in una

¹⁹⁸ Cass. civ., sez. III, 4 ottobre 2010, n. 20597, in *Europa e Diritto Privato* 2011, 2, 565 (s.m.) (nota di DE IULIIS), in *Guida al diritto* 2010, 42, 56 (s.m.) (nota di PIRRUCCIO).

¹⁹⁹ TAR Venezia, sez. III, 17 marzo 2010, n. 849, in *Foro Amministrativo - T.A.R.* 2010, 3, 841 .

²⁰⁰ Cass. civ., sez. III, 26 gennaio 2010, n. 1520, in *Banca Borsa Titoli di Credito* 2010, 6, II, 663 (s.m.) (nota di CORRIAS), in *Rassegna di diritto civile* 2011, 4, 1246 (s.m.) (nota di ANGELONE), in *Foro it.* 2010, 7-8, I, 2137, in *Giustizia Civile Massimario* 2010, 1, 93, in *Diritto & Giustizia* 2010 (nota di GARUFI), in *Giurisprudenza Commerciale* 2011, 3, II, 528 (s.m.) (nota di GHIGI). Cfr. anche Tribunale Roma, 18 dicembre 2002, in *Giur. it.* 2004, 989 (nota di DI VITO), in *Società* 2003, 1005 (nota di FUNARI).

²⁰¹ Tribunale Roma, 7 giugno 2007, in *Giurisprudenza Commerciale* 2008, 5, II, 1061 (s.m.) (nota di BELTRAMI).

²⁰² Consiglio Stato, sez. VI, 20 aprile 2006, n. 2195, in *Foro Amministrativo - C.d.S.* 2006, 4, 1259.

²⁰³ Tribunale Cagliari, 11 novembre 2005, in *Rivista giuridica Sarda* 2006, 2, 383 (s.m.) (nota di DESSI).

posizione di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c. di partecipare ad una medesima gara²⁰⁴; alla invalidazione delle clausole contrattuali integranti violazione della disciplina *antitrust*²⁰⁵; al precetto di chiarezza e precisione nella redazione di bilancio d'esercizio delle società di capitali²⁰⁶; al diniego di rinnovo di licenza amministrativa per il prosieguo dell'attività di agenzia di prestiti nei confronti di persona priva del requisito dell'iscrizione nell'apposito elenco degli intermediari finanziari²⁰⁷; alla nullità del contratto stipulato a seguito della conclusione di una procedura di gara i cui atti siano stati annullati in sede giudiziale²⁰⁸; alla illegittimità della clausola dello statuto di una società a responsabilità limitata che riproduce il contenuto dell'art. 2370 cod. civ. e subordina il diritto di voto del socio in assemblea all'iscrizione nel libro dei soci da almeno cinque giorni²⁰⁹; alla nullità della clausola dello statuto di una s.p.a. che preveda la devoluzione ad arbitri della controversia scaturente dalla impugnazione di una delibera assembleare²¹⁰; alla norma di cui all'art. 1755 cod.

²⁰⁴ TAR Latina, 6 agosto 2004, n. 663, in *Foro Amministrativo - T.A.R.* 2004, 2245.

²⁰⁵ Giudice di pace Milano, 29 gennaio 2004, in *Giudice di pace* 2004, 308 (nota di GAETANI); Giudice di pace S. Anastasia, 12 settembre 2003, in *Giudice di pace* 2004, 313 (nota di GAETANI).

²⁰⁶ Tribunale Milano, 12 aprile 2004, in *Foro padano* 2003, I, 696; Tribunale Genova, 5 maggio 1988, in *Giur. it.* 1990, I, 1, 1628.

²⁰⁷ TAR Genova, sez. II, 25 marzo 2003, n. 392, in *Foro Amministrativo - T.A.R.* 2003, 889.

²⁰⁸ TAR Milano, sez. III, 5 dicembre 2002, n. 4724, in *Foro Amministrativo - T.A.R.* 2002, 12, in *Appalti Urbanistica Edilizia* 2003, 647.

²⁰⁹ Tribunale Napoli, 4 giugno 2000, in *Vita not.* 2001, 324.

²¹⁰ Tribunale Monza, 17 aprile 2000, in *Giur. milanese* 2000, 378.

civ.²¹¹; alla nullità, per illiceità della causa, delle clausole contenute nei singoli contratti tra la banca ed i propri clienti che riproducono Norme Bancarie Uniformi qualificate dalla Banca d'Italia come intese vietate²¹²; alla clausola penale con cui le parti fissano la misura degli interessi moratori al di sotto di quella legale²¹³; al reato di cui all'art. 416 bis cod. pen.²¹⁴; alla prelazione agraria²¹⁵; ed altre ancora.

Appare, inoltre, significativo che, accanto alla nozione di ordine pubblico economico nazionale, si sia venuta a delineare anche la parallela nozione di ordine pubblico economico internazionale²¹⁶.

Va, infine, ricordato come anche in riferimento all'art. 1343 cod. civ. (il quale stabilisce che la causa del contratto

²¹¹ Tribunale Firenze, 10 luglio 1999, in *Nuovo diritto* 2000, 487 (nota di SANTARSIERE).

²¹² Tribunale Roma, 20 febbraio 1997, in *Giurisprudenza Commerciale* 1999, II, 449 (nota di GUCCIONE).

²¹³ Cass. civ., sez. I, 3 dicembre 1993, n. 12013, in *Giustizia Civile* 1994, I, 1247 (nota di CORSALE), in *Giustizia Civile Massimario* 1993, fasc. 12; Cass. civ., sez. I, 2 giugno 1992, n. 6716, in *Giustizia Civile Massimario* 1992, fasc. 6.

²¹⁴ Cass. pen., sez. I, 30 settembre 1991, in *Cassazione Penale* 1992, 3026, in *Giustizia penale* 1992, II, 214; Cass. pen., sez. I, 16 ottobre 1990, in *Giustizia penale* 1991, II, 400.

²¹⁵ Cass. civ., sez. III, 7 maggio 1980, n. 3005, in *Rivista del Notariato* 1981, 113, in *Giustizia Civile Massimario* 1980, fasc. 5.

²¹⁶ In giurisprudenza, cfr. Tribunale Vicenza, sez. I, 27 dicembre 2012, *Redazione Giuffrè 2013*: «Il debito per i.v.a. va sempre pagato per intero nel concordato preventivo, a prescindere dalla presenza o meno di una transazione fiscale, atteso che la norma che lo prevede va considerata inderogabile e di ordine pubblico economico internazionale, come confermato dalla recentissima disciplina della procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento».

è illecita quando è contraria, tra l'altro, all'*ordine pubblico*) si sia parlato di ordine pubblico economico²¹⁷.

La nozione di ordine pubblico economico si pone, insomma, come limite all'autonomia ed all'azione economica dei soggetti privati, al fine di perseguire i principi costituzionali fondamentali e le direttive del sistema economico complessivamente inteso.

Ora, acclarato che tra i principi di ordine pubblico rientra anche la tutela degli interessi della collettività²¹⁸, e che tra gli interessi della collettività rientra, certamente, anche l'interesse all'integrità dei mercati ed alla correttezza dell'informazione economica (interesse tutelato altresì sul piano pubblicistico attraverso i reati di agiotaggio e manipolazione del mercato), si ritiene non sia peregrina l'affermazione per cui la norma di cui all'art. 1229, comma 2 cod. civ. debba trovare applicazione anche nella materia in esame. In altri termini: i) poiché la correttezza dell'informazione economica è funzionale all'integrità dei mercati, ii) e poiché la tutela dell'integrità dei mercati è materia ricompresa nella nozione di ordine pubblico economico, iii) e poiché la nozione di ordine pubblico economico si iscrive a buon diritto all'interno della più ampia categoria di ordine pubblico (alla quale l'art. 1229, comma 2 cod. civ. fa espresso riferimento), si deve concludere che il secondo comma dell'art. 1229 cod. civ. potrà (meglio, dovrà) operare anche con riferimento alle clausole di esclusione o di limitazione della responsabilità contenute nei contratti di *rating*.

Parte della dottrina ammette, inoltre, la possibilità per le parti di introdurre patti che escludano o limitino la responsabilità extracontrattuale che potrebbe in futuro tra

²¹⁷ Cfr. CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 726.

²¹⁸ CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 662.

le stesse sorgere²¹⁹. Va da sé che, «per divenire efficace nei confronti dei danneggiati, la dichiarazione di irresponsabilità ne presupporrà l'accettazione, così che una clausola di esonero da responsabilità extracontrattuale o di una sua limitazione sarà concettualmente ammissibile solo fra terzi in qualche modo collegati, prima della commissione dell'illecito, al potenziale danneggiante»²²⁰.

Dal momento che le clausole di esclusione o limitazione della responsabilità sono, come è facile intuire, predisposte unilateralmente dall'agenzia di *rating*, che è il

²¹⁹ Cfr. ROPPO V., *Il contratto*, cit., pp. 998-999: «L'art. 1229 implica la preesistenza di un rapporto contrattuale o obbligatorio fra le parti, e quindi la natura contrattuale della responsabilità declinata. Si discute se siano ammissibili patti che escludono o limitano una responsabilità extracontrattuale, suscettibile di sorgere in futuro fra gli stipulanti: patti immaginabili soprattutto nell'ambito di rapporti fra le parti, potenzialmente generatori di *responsabilità extracontrattuali concorrenti con responsabilità contrattuali*. Nessuna ragione di principio porta a escluderlo, ma se ne deve limitare la validità alla luce dei criteri normativi già descritti. E allora: validità, ma nei limiti della colpa lieve, delle clausole sulla responsabilità per *lesione di valori patrimoniali* (responsabilità del vettore di cose, o dell'appaltatore *ex art. 1669*); assoluta invalidità delle clausole sulla responsabilità per *danni alla persona* (come quelli prodotti da un trasporto di persone o da un trattamento medico), salva forse la possibilità di salvare – nei limiti della colpa lieve – quelle riferite a contesti specifici, come il trasporto di cortesia e la pratica sportiva».

Cfr. altresì SANNA P., *op. cit.*, pp. 165-166, il quale rileva che «la più recente dottrina giudica astrattamente ammissibili clausole di limitazione o di esonero di responsabilità extracontrattuale, subordinandone però la concreta validità ora al rispetto dei precetti – ritenuti pertanto di indole generale – espressi dall'art. 1229 c.c. (...), ora demandando al giudice il compito di accertarne la validità alla stregua dei canoni *ex art. 1322, comma 2, c.c.*».

²²⁰ SANNA P., *op. cit.*, p. 166.

contraente con maggiore forza contrattuale, troverà applicazione la norma di cui all'art. 1341 cod. civ., ai sensi della quale le condizioni generali di contratto predisposte da uno dei contraenti sono efficaci nei confronti dell'altro, se al momento della conclusione del contratto questi le ha conosciute o avrebbe dovuto conoscerle usando l'ordinaria diligenza (primo comma); in ogni caso non hanno effetto, se non sono specificamente approvate per iscritto, le condizioni che stabiliscono, a favore di colui che le ha predisposte, *limitazioni di responsabilità*, facoltà di recedere dal contratto o di sospenderne l'esecuzione, ovvero sanciscono a carico dell'altro contraente decadenze, limitazioni alla facoltà di opporre eccezioni, restrizioni alla libertà contrattuale nei rapporti coi terzi, tacita proroga o rinnovazione del contratto, clausole compromissorie o deroghe alla competenza dell'autorità giudiziaria (secondo comma).

La necessità della specifica approvazione per iscritto *ex art. 1341, comma 2 cod. civ.* delle clausole di esonero da responsabilità, anche nel caso in cui l'esonero sia ammesso ai sensi dell'art. 1229 cod. civ. (*i.e.* inadempimento conseguente a colpa lieve e non costituente violazione di obblighi derivanti da norme di ordine pubblico), pone il problema di come tale requisito possa considerarsi soddisfatto nel caso in cui le condizioni generali di contratto vengano approvate dall'utente per via telematica. A tal proposito si sono formate due correnti di pensiero: i) secondo una prima impostazione, più rigorosa, il requisito della specifica approvazione per iscritto potrebbe essere soddisfatto solo mediante la sottoscrizione, da parte dell'utente, per mezzo di firme elettroniche; ii) secondo altra impostazione, meno rigorosa, sarebbe sufficiente la predisposizione di tecniche (quali *scrolling*, *link* o *double click*) finalizzate a richiamare in modo chiaro

e preciso l'attenzione dell'aderente sugli specifici aspetti vessatori del regolamento negoziale predisposto²²¹.

Ove l'investitore sia qualificabile come "consumatore"²²² troveranno altresì applicazione le norme di cui agli artt. 33 ss. cod. cons. (d.lgs n. 206 del 2005), che dettano la disciplina relativa alle clausole vessatorie inserite nei contratti stipulati tra un consumatore ed un professionista.

In ogni caso, «spetterà sempre al debitore che voglia avvalersi della clausola limitativa provare modalità e circostanze del suo comportamento tali da segnalare la sussistenza di una condotta non improntata a dolo o colpa grave, senza che gravi sul creditore che reclama il risarcimento l'onere di provarne il dolo o la colpa grave»²²³.

Altra via ancora che le agenzie di *rating* percorrono per cercare di andare esenti da responsabilità è quella di

²²¹ SANNA P., *op. cit.*, p. 138, il quale dichiara di aderire al primo degli orientamenti richiamati, a patto di individuare la specifica tipologia di firma elettronica ritenuta sufficiente. Poiché, allo stato, nessuno dei siti *web* contempla l'utilizzo di firme elettroniche, «[m]ancandone una specifica sottoscrizione elettronica da parte dell'aderente, la clausole di limitazione e/o di esonero da responsabilità contenute nei *terms of use* predisposti dall'agenzia di *rating* non potranno che essere considerate inefficaci *ex art.* 1341, comma 2, c.c.» (SANNA P., *op. cit.*, p. 138).

²²² Cfr. art. 3, par. 1, lett. a) cod. cons.: «Ai fini del presente codice ove non diversamente previsto, si intende per: a) consumatore o utente: la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta».

Per ulteriori considerazioni circa la possibilità o meno di qualificare "consumatore" l'investitore-persona fisica si rinvia al successivo § 4.

²²³ SANNA P., *op. cit.*, p. 136.

depotenziare l'affidamento che l'utente può legittimamente riporre sull'accuratezza del *rating*²²⁴, affermando che l'investitore è comunque tenuto a compiere proprie ulteriori valutazioni e che la scelta di investimento è riconducibile esclusivamente al suo autonomo convincimento. Tali affermazioni non sono, ovviamente, qualificabili alla stregua di clausole di limitazione od esclusione della responsabilità in senso proprio, «poiché, tecnicamente, sono così qualificabili le sole pattuizioni negoziali alla cui stregua il danneggiante sarà tenuto al pagamento di una somma inferiore a quella altrimenti dovuta in condizioni risarcitorie normali ovvero quelle che escludono ogni risarcimento a suo carico»²²⁵. Va, tuttavia, osservato che il recente Regolamento UE n. 462/2013 mira a depotenziare l'affidamento sui *rating* del credito, sicché per l'investitore-danneggiato risulterà più difficile dimostrare che l'affidamento che lo stesso aveva riposto sul *rating* era ragionevole.

Oltre che attraverso la predisposizione di clausole di esclusione e/o limitazione della responsabilità, le agenzie di *rating* si tutelano altresì attraverso la previsione di clausole di manleva, che non escludono la responsabilità del debitore, ma servono a traslare la responsabilità dal debitore manlevato su di un diverso soggetto che viene individuato come responsabile. Anche le clausole di manleva possono essere inserite in condizioni generali di contratto; in questo caso, però, non rientrandosi nella previsione normativa del secondo comma dell'art. 1341 cod. civ. (le clausole di manleva non incorrono, difatti, nel divieto di cui all'art. 1229 cod. civ., né rientrano in alcuna delle altre fattispecie di cui all'art. 1341, comma 2 cod.

²²⁴ SANNA P., *op. cit.*, p. 135.

²²⁵ SANNA P., *op. cit.*, p. 135.

civ.), «la clausola di manleva non dovrebbe essere vincolata ad alcun vincolo formale quando inserita in condizioni generali di contratto»²²⁶.

In chiusura, una importante precisazione si impone. Tutte le clausole testé richiamate sono inserite nei *terms of use* che l'utente è tenuto ad accettare all'atto della registrazione al sito *web* dell'agenzia; registrazione che, come si è detto, si ipotizza possa essere riguardata come contratto gratuito atipico²²⁷. Questi *terms of use* (condizioni generali di contratto) non vanno confusi con quei *terms of use* che i siti *web* (compresi quelli delle agenzie di *rating*) indicano per la semplice navigazione sulle pagine pubblicamente accessibili, senza bisogno di registrazione alcuna. Nonostante la terminologia impiegata sia la medesima (*terms of use*, appunto), e nonostante il contenuto delle disposizioni sia solitamente pressoché

²²⁶ ADRIANO G.C., *Patti di manleva e circolazione del costo del danno*, Cedam, Padova, 2012, p. 115. Con riferimento alla normativa consumeristica, «[s]ul presupposto che la pattuizione di una manleva non incorra nel divieto di cui all'art. 1229 c.c. se ne dovrebbe in linea generale escludere il carattere di vessatorietà, anche se la clausola sia inserita in un contratto del consumatore al cui interno il consumatore assuma la veste di mallevadore. La tassatività dell'elenco impedisce infatti di estendere per analogia alle manleve le regola specificamente dettata per la clausola di esclusione o limitazione della responsabilità. Così, non essendo il negozio di manleva idoneo ad esonerare il manlevato inadempiente o autore di un fatto illecito extracontrattuale dalla sua responsabilità ad esso non dovrebbe essere estesa la presunzione di abusività di cui all'artt. 33, lett. b), del D.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (Codice del consumo) (...). Tantomeno dovrebbe essere estesa alla manleva la disposizione dell'art. 33 lett. a), come richiamata dall'art. 36, lett. a) ... » (*ibidem*).

²²⁷ Cfr. *supra* § 2.

analogo²²⁸, la natura di questi “termini di utilizzo” è profondamente diversa nelle due ipotesi: contrattuale, nella prima (“Accordo di utilizzo”); extracontrattuale, nella seconda (“Condizioni di utilizzo”). Ci si può allora domandare quale valore abbiano questi “termini di utilizzo” in ipotesi di responsabilità extracontrattuale; in particolare, ci si domanda se eventuali *disclaimer* in essi contenuti siano o meno in grado di produrre l’effetto di limitare, nei confronti dei terzi estranei, la responsabilità delle agenzie di *rating*. La risposta più corretta appare quella negativa, poiché, nel caso in esame, i terzi potenziali danneggiati non hanno prestato in alcun modo il consenso all’applicazione di siffatte clausole²²⁹.

3. Responsabilità non contrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori

Nel caso in cui non sussista alcun vincolo contrattuale (né a titolo oneroso, né a titolo gratuito) che leghi l’agenzia di *rating* (che ha diffuso una valutazione non corretta) all’investitore (che, facendo affidamento sul *rating* errato, abbia subito un danno), la questione della risarcibilità dei danni da quest’ultimo subiti per aver riposto affidamento sul *rating* diventa più complicata.

²²⁸ Cfr. www.moody.com, alla voce *Condizioni di utilizzo* (per gli utenti non registrati), (<https://www.moody.com/termsfuseinfo.aspx?lang=it&cy=ita>; per la versione inglese, <https://www.moody.com/termsfuseinfo.aspx?lang=en&cy=global>) punti 10 e 11; www.standardandpoors.com, alla voce *Terms of use* (<http://www.standardandpoors.com/terms-of-use/en/us/>).

²²⁹ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 166.

La dottrina è solita parlare di «un'area di confine tra contratto e torto»²³⁰, tanto che sono state prospettate entrambe le soluzioni: da un lato, quella che riconduce la responsabilità dell'agenzia per i danni subiti da terzi investitori nell'alveo della responsabilità aquiliana; dall'altro, quella che la riconduce nell'alveo della responsabilità per inadempimento di obbligazioni attraverso la figura della responsabilità da contatto sociale qualificato.

Il titolo del presente paragrafo (“responsabilità non contrattuale”) è volutamente indeterminato: nel prosieguo si esamineranno, infatti, quelle ipotesi in cui tra le parti (danneggiante e danneggiato) non intercorra alcun vincolo di tipo contrattuale, indagando quale sia la qualificazione più consona (responsabilità aquiliana o responsabilità da contatto sociale) alla fattispecie *de qua*.

3.1. La responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori

La responsabilità extracontrattuale costituisce il paradigma classico di responsabilità applicabile nel caso in cui tra il danneggiante e la vittima danneggiata non sussista un precedente vincolo di natura obbligatoria. Tale paradigma ben si attaglia alla fattispecie di responsabilità in esame: ove l'agenzia di *rating* rilasci una valutazione non corretta in virtù di un incarico contrattualmente assunto nei confronti dell'emittente-committente (*solicited rating*) piuttosto che di sua spontanea iniziativa (*unsolicited rating*), e l'investitore sia venuto a conoscenza

²³⁰ SCARONI C., *op. cit.*, p. 804, la quale cita C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, pp. 443 ss..

di tale valutazione al di fuori di qualsiasi rapporto di tipo contrattuale (abbonamento, incarico *una tantum*, registrazione sul sito *web* dell'agenzia), appare evidente come tra l'agenzia di *rating* e l'investitore-danneggiato non sussista alcun vincolo precedente alla produzione del danno, sicché la disciplina di riferimento sarà quella della responsabilità aquiliana²³¹.

Si ricorda che, mentre nella responsabilità contrattuale l'obbligazione risarcitoria viene a giustapporsi o a sostituirsi ad un preesistente vincolo obbligatorio il cui inadempimento (o inesatto o tardivo adempimento) ha, per l'appunto, fatto sorgere detto obbligo, nella responsabilità extracontrattuale l'obbligazione risarcitoria sorge *ex novo* a seguito del fatto illecito che ha cagionato il danno ingiusto. I voti di *rating*, ove destinati al pubblico e non commissionati da uno o più investitori a proprio esclusivo uso personale, vengono normalmente diffusi attraverso la pubblicazione di comunicati-stampa; una volta emesse, tale valutazioni vengono riprese ed ulteriormente diffuse dai vari organi di comunicazione di massa (principalmente la stampa finanziaria, ma non solo), sicché appare chiaro come tra l'agenzia-danneggiante e l'investitore-danneggiato il rapporto venga a crearsi solo nel momento in cui il *rating* inesatto produce un danno nella sfera giuridica di quest'ultimo.

²³¹ Con riferimento alla figura dell'intermediario *manager* PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, pp. 790 ss. sottolinea l'infondatezza dell'affermazione secondo cui non si giustificerebbe, sul piano economico e su quello giuridico, una responsabilità nei confronti di soggetti che pretenderebbero di avvalersi dell'informazione, senza tuttavia acquisirla contrattualmente e senza pagare per essa alcun corrispettivo.

La dottrina maggioritaria²³² e la (ancora poca) giurisprudenza che si sono espresse sul punto²³³ sono favorevoli ad applicare il principio generale del *neminem laedere* di cui all'art. 2043 cod. civ. alla fattispecie in esame, con conseguente affermazione della responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti del terzo investitore.

Tale soluzione appare, in linea generale, condivisibile (anche se, come si dirà al termine del presente lavoro, potrebbero forse azzardarsi soluzioni più “coraggiose”).

Seguendo lo schema di indagine delineato dalle Sezioni Unite n. 500 del 1999²³⁴, il giudice, onde stabilire

²³² A favore dell'applicazione della norma di cui all'art. 2043 cod. civ., tra i molti, PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 151; BRUNO F. e ROZZI A., commento a Tribunale di Venezia, 5 novembre 2009, in *Corriere del merito* 2010, 2, p. 150; POTTINO S., *Gli analisti finanziari e le agenzie di rating*, in *Le nuove regole del mercato finanziario. La legge 28 dicembre 2005, n. 262: “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”*, a cura di F. Galgano e F. Roversi-Monaco, Cedam, Padova, 2009, p. 265; CAPRIGLIONE F., *op. cit.*, p. 55; FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 175; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 915.

²³³ Cfr. Tribunale Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e resp.* 2013, 2, p. 183, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, 454 ss. (nota di PARMEGGIANI): «la domanda attorea di condanna di The McGraw Hill va qualificata come di risarcimento del danno da illecito aquiliano (art. 2043 c.c), posto che nessun rapporto contrattuale è intercorso fra le parti».

²³⁴ A tal proposito, FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 176 rileva che «[l]a struttura dell'illecito civile indicata dalla pronuncia n. 500 del 1999 viene delineata per la risarcibilità degli interessi legittimi, ma sembra avere una portata generale; di conseguenza, appare

se la fattispecie concreta sia o meno riconducibile allo schema normativo delineato dall'art. 2043 c.c., dovrà procedere, in ordine successivo, a svolgere le seguenti indagini: a) dovrà, innanzitutto, accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) dovrà, quindi, procedere a stabilire se l'accertato danno sia qualificabile come danno ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento (indifferentemente diritto soggettivo – assoluto o relativo – ovvero interesse legittimo); c) dovrà inoltre accertare, sotto il profilo causale, facendo applicazione dei noti criteri generali, se l'evento dannoso sia riferibile ad una condotta (positiva o omissiva) del danneggiante; d) dovrà, infine, stabilire se il detto evento dannoso sia imputabile a dolo o colpa del danneggiante.

Non sussistendo un vincolo negoziale tra agenzia-presunta danneggiante ed investitore-danneggiato si dovrà in primo luogo accertare l'esistenza di un danno ingiusto, ossia di un danno prodotto *non iure e contra ius*: e qui ci si scontra con le prime difficoltà, che si traducono nel dimostrare che l'attività delle agenzie di *rating* non è assimilabile a quella del giornalista finanziario (in caso contrario, infatti, potrebbe affermarsi che il danno cagionato dall'attività del classamento del merito creditizio sia prodotto *iure*, in quanto estrinsecazione del principio di libertà di espressione e di stampa enunciato dall'art. 21 Cost.) e che la diffusione di un *rating* non corretto va a ledere un interesse giuridicamente rilevante dell'investitore (non essendo generalmente ammessa nel nostro ordinamento, soprattutto da parte della dottrina, la figura del danno meramente patrimoniale). Una volta dimostrata l'esistenza di un danno ingiusto, si pone il

opportuno seguire questo schema anche nella presente indagine, tenuto conto della particolarità della fattispecie oggetto in esame».

problema della dimostrazione, da parte dell'investitore, i) del nesso causale tra la diffusione del giudizio erroneo ed il danno subito nonché ii) dell'elemento soggettivo (dolo o colpa) in capo all'agenzia di *rating*.

Il problema della quantificazione del danno è già stato affrontato nel paragrafo²³⁵ dedicato alla responsabilità contrattuale dell'agenzia nei confronti dell'investitore, sicché in questa sede ci si limiterà ad approfondire quegli aspetti che concernono più da vicino la responsabilità aquiliana, rinviandosi per il resto a quanto già detto in altra sede.

3.1.1. Il problema dell'individuazione del danno ingiusto

Ai fini della configurabilità della fattispecie della responsabilità aquiliana occorre che il fatto doloso o colposo (consistente nella diffusione del *rating* inesatto) abbia cagionato al terzo un danno che sia qualificabile come "ingiusto". L'ingiustizia del danno rappresenta elemento essenziale ed indefettibile ai fini della configurazione della fattispecie dell'illecito aquiliano, sicché il rimedio risarcitorio sarà accordato solo ove venga in concreto riscontrata l'*iniuria*, ossia l'antigiuridicità del danno²³⁶.

Secondo l'opinione ormai dominante, «la norma sulla responsabilità aquiliana non è norma (secondaria), volta a

²³⁵ Cfr. *supra*, § 2.2.

²³⁶ Si ricorda che il requisito dell'ingiustizia del danno rappresenta una novità introdotta dal legislatore del codice civile del 1942. L'art. 1151 del previgente codice del 1865, infatti, così recitava: «Qualunque fatto dell'uomo che arreca danno ad altri, obbliga quello per colpa del quale è avvenuto, a risarcire il danno».

sanzionare una condotta vietata da altre norme (primarie), bensì norma (primaria) volta ad apprestare una riparazione del danno ingiustamente sofferto da un soggetto per effetto dell'attività altrui»²³⁷.

L'espressione "danno ingiusto" deve essere letta secondo una duplice accezione: in primo luogo, il *danno ingiusto* è il danno prodotto *non iure*, ossia il danno cagionato da un comportamento illecito che non trova giustificazione all'interno dell'ordinamento giuridico (la condotta del danneggiante è qualificabile come antiggiuridica in quanto non sia sorretta da una causa di giustificazione); in secondo luogo, il *danno ingiusto* è il danno prodotto *contra ius*, ossia il danno cagionato ad una posizione soggettiva giuridicamente apprezzabile e meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico. Occorre allora esaminare separatamente le due componenti dell'ingiustizia del danno con riferimento alla questione della responsabilità aquiliana delle agenzie di *rating* del credito.

a) Danno *non iure* (o *sine iure*) *datum*

Il danno *non iure* è il danno ad altri cagionato al di fuori dell'esercizio di un proprio diritto. Si tratta di un danno non autorizzato dall'ordinamento giuridico, e perciò mancante di una qualsiasi causa di giustificazione (o scriminante)²³⁸.

²³⁷ Cass. civ., sez. un., 22 luglio 1999, n. 500.

²³⁸ Precisano CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 1334 che «[i]l predicato *sine jure* mal si sposa con il termine *danno*, nella misura in cui l'ordinamento, per definizione, non può autorizzare un danno ma una condotta potenzialmente dannosa. Più che di una doppia ingiustizia del danno si dovrebbe quindi, a rigore, parlare di un danno ingiusto (nel senso di *contra jus*) causato da un fatto non giustificato dall'ordinamento, e quindi *sine jure*».

Nel caso di specie, il diritto il cui esercizio potrebbe astrattamente configurarsi quale causa di giustificazione rispetto all'attività di elaborazione e diffusione dei giudizi di *rating* è il diritto di libera manifestazione del pensiero e di stampa (diritto di cronaca e/o di critica, *ex art. 21 Cost.*). La causa di giustificazione che verrebbe in luce sarebbe, dunque, quella dell'esercizio del diritto, non espressamente prevista nell'ordinamento civilistico, ma pacificamente mutuata da quello penalistico (art. 51 cod. pen.)²³⁹.

Come si è già spiegato approfonditamente *supra* (cfr. sezione I, § 4), la tesi che riconduce l'attività delle agenzie di *rating* nell'alveo del giornalismo finanziario, con conseguente operatività nei confronti del *rater* delle libertà costituzionalmente garantite di manifestazione del pensiero e di stampa *ex art. 21 Cost.*, non appare più sostenibile. Progressivamente abbandonata da parte della letteratura italiana e straniera e dalle Corti di diversi Paesi, tale tesi è stata recentemente sconfessata anche da parte del legislatore europeo, che con il Regolamento UE n. 462/2013 ha introdotto nel Regolamento CE n. 1060/2009 il nuovo art. 35 *bis*, che espressamente prevede che le agenzie di *rating* possano essere chiamate a rispondere

²³⁹ Ai sensi dell'art. 51, comma primo, cod. pen., «[l]'esercizio di un diritto (...) esclude la punibilità». La *ratio* della scriminante dell'esercizio di un diritto viene individuata, da un lato, nell'esigenza di dare prevalenza all'interesse di chi agisce esercitando un proprio diritto rispetto all'interesse altrui configgente e, dall'altro lato, nella necessità di rispettare il principio di non contraddizione all'interno di uno stesso ordinamento giuridico, in quanto sarebbe illogico e contraddittorio che una norma attribuisse un determinato diritto e contemporaneamente un'altra norma sanzionasse l'esercizio del medesimo diritto (G. FIANDACA e E. MUSCO, *Diritto penale, Parte generale*, 6^a ed., Zanichelli, 2009, pp. 271 ss.).

civilmente dei danni cagionati ad investitori ed emittenti²⁴⁰.

In conclusione, il danno cagionato dalla società di *rating* a causa della diffusione di una valutazione inesatta del merito di credito di un emittente e/o di una emissione, non essendo l'esercizio dell'attività di *rating* sorretto da alcuna causa di giustificazione, è danno prodotto *non iure*, ossia danno privo di giustificazione all'interno dell'ordinamento giuridico.

Se il requisito dell'ingiustizia del danno fosse soddisfatto dalla sola mancanza di un'autorizzazione dell'ordinamento che giustifichi la produzione della lesione allora la questione sarebbe già risolta: qualsiasi pregiudizio derivante dall'intromissione non autorizzata nella sfera giuridica altrui sarebbe ingiusto e come tale meriterebbe di essere risarcito²⁴¹. Come ben si sa, così non

²⁴⁰ L'art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009 sarà oggetto di approfondita analisi nella sezione IV del presente capitolo.

²⁴¹ In tal caso si perverrebbe «all'affermazione dell'atipicità assoluta dell'illecito aquiliano e della risarcibilità dei cosiddetti danni economici puri (*pure economic losses*), nel mentre viene strangolato il residuo legame dell'art. 2043 c.c. non solo con le norme che tutelano e sanciscono diritti soggettivi assoluti ma, nel complesso, con il sistema codicistico. L'art. 2043 c.c. diventa una monade, ossia una clausola aperta volta alla tutela del patrimonio per il semplice fatto del verificarsi di una sua lesione non autorizzata, anche in mancanza di raccordo con una corrispondente posizione soggettiva violata»; tutto ciò «si traduce in un'esaltazione del ruolo creativo del giudice: costui è chiamato, infatti, ad una valutazione concretizzante della clausola generale (senza l'ausilio di parametri limitativi) al fine di verificare, in qualche modo sul filo dell'opportunità, se la perdita economica debba essere patita dalla vittima o traslata in capo all'aggressore. (...) Si delinea, in ultima battuta, una nozione di danno profondamente diversa da quella tradizionale: mentre i fautori del

è, in quanto per essere qualificato “ingiusto” il danno deve altresì andare a ledere una situazione giuridica tutelata dall’ordinamento.

b) Danno *contra ius*

Ai fini della sua risarcibilità a titolo di responsabilità aquiliana, il danno deve essere altresì *contra ius*, ossia deve essere un danno che va a ledere un interesse giuridicamente rilevante e meritevole di tutela secondo l’ordinamento giuridico; in assenza di una lesione arrecata ad una situazione giuridica soggettiva del danneggiato il danno non potrà dirsi ingiusto e, di conseguenza, non potrà essere risarcito. Occorre allora individuare qual è (se esiste) l’interesse giuridico meritevole di tutela che la diffusione di un giudizio di *rating* del credito inesatto va a ledere.

Va premesso, innanzitutto, che nell’ipotesi in cui l’agenzia di *rating* abbia intenzionalmente diffuso un giudizio inesatto il danno patito da colui che in tale giudizio abbia riposto affidamento sarà sicuramente ingiusto: «se la condotta del terzo che ha diffuso le informazioni errate è caratterizzata dall’elemento

danno *contra jus*, pur nella visione maggioritaria della tipicità elastica e progressiva degli illeciti, fanno perno su una concezione normativa del danno, legata appunto alla lesione di un interesse giuridicamente rilevante, per converso, in un sistema a clausola generale il danno può essere anche solo meramente economico, concretizzandosi, sulla scia della *differenztheorie* pura, nel calcolo della differenza tra l’ammontare del patrimonio del danneggiato in un certo momento storico e l’ammontare che il patrimonio avrebbe avuto se non si fosse verificato l’illecito civile» (CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 1333).

soggettivo del dolo, è indubbio che il danno sia ingiusto»²⁴².

È indubitabile che l'evento di danno patito dal risparmiatore consista nella perdita patrimoniale subita²⁴³, perdita che può essere soltanto parziale (deprezzamento dei titoli acquistati) oppure totale (completa perdita di valore degli strumenti detenuti nel proprio portafoglio, con conseguente impossibilità di ottenere la restituzione del capitale ed il pagamento degli interessi pattuiti); l'investitore può, inoltre, ricevere un danno dalla perdita della possibilità di impiegare diversamente ed in modo più proficuo le risorse utilizzate per l'acquisto dei titoli oggetto della valutazione errata. Occorre però verificare se tale danno (certamente ascrivibile alla categoria dei danni patrimoniali) discenda o meno dalle lesioni di un interesse giuridicamente protetto nella vita di relazione.

Una prima e più semplice via potrebbe essere quella di individuare l'interesse meritevole di tutela nell'interesse alla integrità del proprio patrimonio, sicché ogni lesione alla integrità patrimoniale configurerebbe un danno ingiusto. Si tratta di una strada talvolta percorsa dalla nostra giurisprudenza, che però ha incontrato la forte

²⁴² FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 916.

²⁴³ «Nello specifico tale pregiudizio è rappresentato, generalmente, dall'importo impiegato nell'investimento in questione, detratto, comunque, il valore attuale dei titoli e l'importo delle cedole eventualmente percepite (allorché gli strumenti siano ancora nella disponibilità dell'investitore) oppure nella differenza tra la somma di acquisto e quella minore a cui l'investitore sia stato costretto a venderli a seguito dell'insolvenza dell'emittente» (FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 180).

opposizione della dottrina prevalente²⁴⁴, poco o nulla incline a riconoscere cittadinanza nel nostro ordinamento ad un diritto alla integrità del patrimonio *tout-court* e che, di conseguenza, esclude la risarcibilità del danno c.d. meramente patrimoniale (*pure economic loss*). Ma si proceda con ordine.

Nella nota sentenza De Chirico (Cass. n. 2765 del 1982²⁴⁵) il famoso pittore De Chirico veniva citato in giudizio dall'acquirente di un quadro che si era determinato all'acquisto facendo affidamento sull'autenticità dell'opera desumibile dalla circostanza che il pittore aveva apposto la propria firma (autenticata da notaio) sul retro del dipinto; in realtà il dipinto non era opera del pittore De Chirico, il quale, avendo dichiarato autentico un quadro successivamente risultato falso (e del quale lo stesso pittore disconosceva la paternità), veniva chiamato in giudizio da parte del compratore per rispondere del danno a quest'ultimo arrecato a titolo di responsabilità extracontrattuale. La questione approda davanti alla Suprema Corte, la quale dà ragione

²⁴⁴ Per una ricognizione della dottrina sul punto cfr. FUSARO A., *Informazioni economiche e "reputazione d'impresa" nell'orizzonte dell'illecito civile*, Giappichelli, Torino, 2010, pp. 165 ss. In sostanza, «[i]l problema del danno meramente patrimoniale è dato principalmente dalla difficoltà di annetterlo al risarcimento superando i limiti rappresentati dall'ingiustizia del danno. Non si tratta infatti di danni-conseguenza, che derivano dalla lesione di situazioni protette, ma di danni che si vorrebbero qualificare come ingiusti per la lesione della complessiva situazione patrimoniale del soggetto» (p. 167).

²⁴⁵ Cass. civ., sez. III, 4 maggio 1982, n. 2765, in *Giur. it.* 1983, I, 1, 786, in *Riv. giur. circol. trasp.* 1982, 1059, in *Resp. civ. e prev.* 1982, 602, in *Giustizia Civile Massimario* 1982, fasc. 5, in *Giustizia Civile* 1982, I, 1745, in *Foro it.* 1982, I, 2864.

all'acquirente, affermando la risarcibilità, a titolo di responsabilità aquiliana, del danno inferto al diritto all'integrità del patrimonio e, più specificamente, al diritto di determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio stesso²⁴⁶. Tale pronuncia

²⁴⁶ «L'opinione secondo cui l'art. 2043 c. c. – obbligando al risarcimento colui che con un fatto doloso o colposo cagioni ad altri un danno ingiusto – pone l'equazione “danno ingiusto = lesione del diritto assoluto o primario” è stata da tempo abbandonata dalla giurisprudenza di questa corte, che ormai, a partire dalla sentenza delle sezioni unite n. 174 del 1971, ammette la risarcibilità della lesione inferta al diritto di credito, che certamente non presenta i caratteri dell'assolutezza o primarietà. E non può essere ignorato un processo di ulteriore ampliamento dell'area della risarcibilità, se è vero che talora è stata considerata “ingiusta” la lesione (non di un diritto soggettivo, ma) di una aspettativa, sia pure legittima (cfr. sentenza n. 4137 del 1981; ma in precedenza, per una nozione di aspettativa ancora più ampia, cfr. sentenze n. 814 del 1969, e n. 2951 del 1966). Nella specie – sebbene con formulazione non esente da incertezze – l'attuale ricorrente ha sempre affermato che in tanto si era deciso ad acquistare il quadro al prezzo che gli veniva richiesto, in quanto aveva fatto affidamento sull'esistenza di una seconda firma del De Chirico sul retro del dipinto e sulla dichiarazione di paternità dell'opera da tale firma agevolmente desumibile. Sembra chiaro quindi che – agendo contro il pittore per il risarcimento del danno subito in conseguenza dell'accettata (e non più discussa) falsità del quadro – il Failla ha inteso dedurre la lesione che egli assume inferta al diritto all'integrità del proprio patrimonio, e più specificamente al diritto di determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio (costituzionalmente garantito entro i limiti di cui all'art. 41 Cost.) facendo ragionevole affidamento sulla veridicità delle dichiarazioni, da chiunque rese, comunque concernenti quella attività, e senza essere pregiudicato da dichiarazioni non veritiere, rese per dolo e per colpa (in violazione dei doveri inderogabili di solidarietà sociale predicati dall'art. 2 Cost.). Sulla risarcibilità – in

non è rimasta isolata, avendo la Suprema Corte successivamente espresso le medesime considerazioni (risarcibilità, *ex art.* 2043, delle perdite subite dal danneggiato in quanto conseguenti alla lesione di situazioni soggettive quali il “diritto all’integrità del patrimonio” o “alla libertà negoziale”) in altre decisioni²⁴⁷.

Di diversa opinione la letteratura. La pronuncia De Chirico è stata oggetto di critica da parte della dottrina²⁴⁸,

principio – della lesione di tale diritto, e quindi sulla configurabilità di questa lesione come “danno ingiusto” ai sensi dell’art. 2043 c. c., la corte non ha dubbi. Naturalmente l’azione aquiliana non esclude quella contrattuale spettante all’acquirente nei confronti del venditore; ma siffatta questione esula dalla presente controversia, non risultando se e con quale esito la seconda sia stata esercitata».

Sempre sul diritto all’integrità del patrimonio cfr. Cass. civ., sez. I, 25 luglio 1986, n. 4755, in *Resp. civ. e prev.* 1987, 833 (nota di BALZARINI): «La vendita di prodotti rinomati, la confezione dei quali sia stata manomessa, lede la reputazione del prodotto e costituisce illecito aquiliano per violazione del diritto dell’imprenditore alla propria integrità patrimoniale».

Per una rassegna della giurisprudenza che ha fatto uso del diritto all’integrità del patrimonio cfr. FUSARO A., *Informazioni economiche e “reputazione d’impresa” nell’orizzonte dell’illecito civile*, cit., pp. 160 ss..

²⁴⁷ Cfr. Cass. civ., sez. I, 25 luglio 1986, n. 4755, in *Nuova giur. civ. comm.* 1987, I, 386; Cass. civ., sez. un., 15 giugno 1991, n. 6794, in *Giustizia Civile Massimario* 1991, fasc. 6, in *Giustizia Civile* 1991, I, 1965, in *Foro it.* 1991, I, 2717; Cass. civ., sez. I, 3 aprile 1995, n. 3903, in *Giustizia Civile* 1995, I, 2423 (nota di VIDIRI), in *Società* 1995, 1544 (nota di BALZARINI), in *Resp. civ. e prev.* 1995, 745 (nota di BALZARINI).

²⁴⁸ Sui punti critici che emergono dalla lettura di tale pronuncia cfr., tra i molti, GALGANO F., *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto e impresa* 1985, 1, pp. 9 ss.. Critica l’“invezione di un diritto all’integrità del patrimonio” anche

la quale, in grande maggioranza, propende per la tesi che nega cittadinanza nel nostro ordinamento alla risarcibilità del danno puramente patrimoniale (o puramente economico) nell'ambito della responsabilità extracontrattuale, confinandolo all'area della sola responsabilità contrattuale²⁴⁹.

BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., pp. 559 ss.; criticano le ambiguità giurisprudenziali anche CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, pp. 1333-1334 (« la giurisprudenza, pur non avendo mai aderito in via esplicita all'assunto in favore della risarcibilità dei danni economici in quanto tali, ha interpretato in modo così elastico il concetto di interesse giuridicamente rilevante la cui lesione concreta il danno-evento da giungere a risultati nella sostanza non dissimili da quelli voluti dai *panpatrimonialisti*. Si ha non di rado l'impressione che la giurisprudenza abbia creato dei diritti soggettivi fittizi al solo fine di giustificare l'ossequio formale alla tesi del danno *contra jus* a fronte del riconosciuto risarcimento di un danno in realtà meramente economico. Emblematica è la vicenda della creazione del diritto all'integrità del patrimonio (elaborata nel caso De Chirico ed estesa al settore delle informazioni economiche), considerata da alcuni autori «*un rozzo espediente per contrabbandare come ingiusto qualsiasi danno al patrimonio*»). Per ulteriori riferimenti si rinvia a SCOGNAMIGLIO C., *Responsabilità dell'organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca borsa titoli credito* 1995, 5, p. 549, nt. 60.

²⁴⁹ A tal proposito cfr. recentemente GIARDINA F., *La distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, a cura di Visintini, vol. 1, 2009, pp. 79-80: «Esclusi dall'area aquiliana perché non riferibili ad una lesione «ingiusta», i danni meramente patrimoniali hanno sempre trovato migliore accoglienza in area contrattuale, dove il filtro costituito dall'ingiustizia del danno non sbarra loro la strada. In verità il filtro, lungi dall'essere assente, è, in area contrattuale, «a monte», nelle scelte dell'autonomia privata che

Il danno da informazioni false o inesatte viene, infatti, tradizionalmente ascritto alla categoria dei danni puramente patrimoniali²⁵⁰, ossia quei danni consistenti in una perdita puramente economica (*deminutio patrimoniale*) non correlata alla violazione di alcun interesse giuridico normativamente tutelato²⁵¹, come tali

l'ordinamento ha ammesso a creare rapporti obbligatori. Non nella fonte della responsabilità, bensì nella fonte dell'obbligo primario rimasto inadempito, sta – ed è comunque presente – il giudizio di rilevanza dell'interesse meritevole di tutela».

²⁵⁰ In tal senso, ad esempio, SCOGNAMIGLIO C., *op. cit.*, pp. 541 ss..

²⁵¹ In generale, «[i]l risarcimento del danno meramente patrimoniale attiene alla tutela extracontrattuale, visto che, in genere, nel vicino campo contrattuale viene pacificamente riconosciuta piena cittadinanza al danno meramente patrimoniale. Il brocardo romano del *damnum emergens, lucrum cessans* (risarcimento del danno subito e mancato guadagno) rappresenta, infatti, la regola corrente: in tale prospettiva assume valore paradigmatico l'art. 1149 del *code civil*. La responsabilità civile costituisce, quindi, il terreno d'elezione ai fini della presente indagine: da tale ambito sono qui, però, da escludere i casi di danno fisico a proprietà materiali o alla vita ed all'integrità fisica. Nella fattispecie gli attori possono lamentare solo ed unicamente “danni conseguenti” al fatto illecito (perdita di valore, mancato guadagno, etc.); cionondimeno, il danno puramente economico assume una precisa rilevanza accanto alla teoria della causalità ed all'imputazione del danno. In quest'area del diritto, la perdita “patrimoniale” viene comunemente riconosciuta quale parte integrante dei concetti di danno e causalità e viene conseguentemente assoggettata alle reciproche interazioni di tali nozioni. Ciò che rende il danno patrimoniale *puro* è, perciò, l'assenza di un danno fisico alla proprietà od alla persona di colui che ha adito una Corte lamentando un danno, appunto, di natura non fisica. Il danno fisico, comunque, non è necessariamente assente nelle fattispecie in cui ricorre il danno meramente patrimoniale: un altro soggetto potrebbe essere stato, infatti, danneggiato, a titolo contrattuale od extracontrattuale, nel caso in

irrisarcibili al di fuori delle ipotesi di responsabilità contrattuale²⁵². Più precisamente, con la locuzione “danno

cui il danno sia stato sofferto principalmente dall’attore, il quale, come terzo, non risultava direttamente coinvolto nel rapporto tra danneggiato e danneggiante. Può, quindi, sussistere una relazione tra l’attore ed il danneggiato come ad esempio quella esistente in casi di *third-party beneficiary*, o supposto beneficiario, ma tale soggetto potrebbe essere legato da diversa relazione, vantando unicamente un interesse commerciale o economico nella controversia» (VAN DUNNÈ J.M., *Responsabilità per danno meramente patrimoniale: regola o eccezione?*, in *Danno e resp.* 2000, 2, p. 121).

Cfr. altresì SCOGNAMIGLIO C., *op. cit.*, p. 543: «Resta, dunque, inevitabilmente fuori dal quadro della responsabilità aquiliana il danno meramente patrimoniale, risarcibile soltanto quando sia dato ravvisare – tra danneggiante e danneggiato – un preesistente *vinculum juris*: e cioè una regola di condotta imposta al primo, in virtù di un contratto o di un alto fatto idoneo a produrre obbligazioni in conformità dell’ordinamento giuridico, per la soddisfazione di un interesse (di prestazione o anche soltanto di protezione) del secondo. In altri termini, è soltanto la responsabilità da violazione di obblighi preesistenti – ovvero, per usare una espressione che ha spesso, e sorprendentemente, tratto in inganno dottrina e giurisprudenza, la responsabilità contrattuale – che può fondare la risarcibilità del danno meramente patrimoniale, a meno che non sia possibile ravvisare nel caso di specie una condotta penalmente rilevante, con la conseguente applicabilità della disposizione dell’art. 185 c.p. (ala cui stregua l’autore del reato è come tale obbligato, oltre che alle restituzioni, al risarcimento del danno patrimoniale e non patrimoniale)».

²⁵² Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 93: «Alla base di quell’idea sta la convinzione che, nel caso di responsabilità da informazioni inesatte c.d. servizio, non sia invece in alcun modo possibile configurare la sussistenza di un danno ingiusto, inteso come lesione di una situazione giuridica soggettiva primaria prevista dalla legge, così che la perdita conseguente sarebbe qualificabile come “puramente patrimoniale” e, di conseguenza, risarcibile solo in via

meramente patrimoniale” (o danno meramente economico o *purely economic loss*) si intende «la perdita meramente economica (*economic loss*) che non deriva dalla lesione di un bene giuridicamente tutelato, quale potrebbe essere una cosa oggetto di proprietà o di altro diritto, o la persona stessa del soggetto che agisce in giudizio»²⁵³.

Occorre allora verificare se la diffusione di un *rating* inesatto vada a ledere un interesse dell’investitore ritenuto meritevole di tutela dall’ordinamento giuridico, pena la sua irrilevanza sotto il profilo dell’ingiustizia del danno e la conseguente impossibilità di ricevere tutela risarcitoria in via extracontrattuale. E considerata la particolare rilevanza che l’informazione assume nei mercati finanziari²⁵⁴, si può

contrattuale». Si veda anche SANTORO A., *op. cit.*, p. 182: «il danno da informazioni false o inesatte si fa rientrare tra i c.d. danni meramente patrimoniali, cioè quelle perdite puramente economiche che non presuppongono lesioni di situazioni giuridiche soggettive. Si tratta di una macroarea in quanto vi si riporta una congerie di fattispecie eterogenee e difficilmente riconducibili ad unità, salvo che per il dato caratteristico della presenza di danni derivanti, più o meno direttamente, da informazioni rese da professionisti».

²⁵³ DI MAJO A., *La tutela civile dei diritti*, 3^a ed., fa parte di *Problemi e metodo del diritto civile*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 218. Per approfondimenti sul danno meramente patrimoniale si rinvia, tra gli altri, a TORTORANO F., *Il danno meramente patrimoniale. Percorsi giurisprudenziali e comparazione giuridica*, Giappichelli, Torino, 2001, che esamina la questione in prospettiva comparatistica; sempre si un’ottica comparativa cfr. l’analisi di DUNNÈ J.M., *op. cit.*, pp. 121 ss..

²⁵⁴ Cfr. BRUNO S., *op. cit.*, p. 1319: «Indipendentemente dalla quotazione o dalla sollecitazione, il pubblico risparmio, e quindi il mercato finanziario in generale, è oggetto di tutela da parte della legislazione speciale attraverso la disciplina della trasparenza; e siccome il mercato finanziario è diventato il centro di raccolta e di diffusione di informazioni anche al di là degli specifici doveri di legge, ogni informazione diffusa nei confronti del pubblico è

immaginare che la risposta circa la meritevolezza dell'interesse leso sarà positiva.

Per quanto riguarda il danno cagionato dall'emissione di un *rating* erroneo da parte di un'agenzia di *rating* del credito registrata conformemente alle prescrizioni di cui al Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm. la questione appare ormai superata, in quanto il giudizio di meritevolezza dell'interesse leso è stato compiuto a monte dal legislatore europeo e normativamente fissato²⁵⁵. La questione non può dirsi, però, completamente risolta, in quanto il Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm. non si applica né a tutte le agenzie di *rating* del credito né a tutte le ipotesi di danno astrattamente prospettabili.

tutelata dall'ordinamento. La tutela extracontrattuale cioè è generale e prescinde dalla obbligatorietà o volontarietà delle informazioni che circolano sul mercato. Essa riguarda innanzitutto tutte le informazioni *obbligatorie* (la cui diffusione è imposta e disciplinata dalla legislazione speciale), siano esse straordinarie, periodiche oppure continue, ma anche quelle *volontarie*, cioè diffuse in aggiunta alle informazioni prescritte dall'ordinamento».

²⁵⁵ Cfr. SCARONI C., *op. cit.*, p. 813: «il Regolamento comunitario esprime un giudizio di meritevolezza del Legislatore (comunitario e nazionale in recepimento della normativa Ce) dell'interesse degli investitori a ricevere informazioni corrette dalle agenzie di *rating* che siano *registrate* ai sensi del Regolamento. In altri termini, posto che il Regolamento in questione ha come finalità precipua la tutela degli *investitori* che hanno fatto affidamento sui loro giudizi di *rating*, senz'altro sussiste nel nostro ordinamento un interesse giuridicamente tutelato e meritevole di tutela di questi ultimi di ricevere dalle agenzie *registrate* giudizi di *rating* corretti, qualora questi siano destinati ad essere utilizzati a fini regolamentari. (...) In definitiva, alla luce di tutte le considerazioni fatte, l'affidamento generato dalle informazioni diffuse sul mercato da parte delle agenzie di *rating* (soprattutto se *registrate* e in relazione a *rating* emessi a fini regolamentari) è senz'altro meritevole di tutela».

Una prima via per affermare la meritevolezza dell'interesse pregiudicato e, di conseguenza, l'ingiustizia del danno che tale interesse va a ledere, è quella di identificare tale interesse (non più con quello alla integrità del patrimonio, bensì) con quello alla libertà di autodeterminazione in ambito negoziale (o libertà contrattuale), per cui la diffusione di un *rating* errato, incidendo sulla libertà di determinazione dell'investitore in ordine alle proprie scelte contrattuali e di investimento, va a ledere un interesse meritevole di protezione secondo l'ordinamento giuridico, così cagionando un danno ingiusto risarcibile²⁵⁶. In particolare, secondo la citata

²⁵⁶ Cfr. SACCO GINEVRI A., *Le agenzie di rating*, cit., p. 131 («Il bene giuridico la cui violazione è lamentata dall'investitore che si asserisce pregiudicato da un *rating* inadeguato rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria reale dell'emittente è la propria "libertà contrattuale". Si è soliti sostenere che la società di *rating*, attraverso l'assegnazione di un *rating* inesatto, avrebbe interferito nella libera determinazione dell'attività negoziale dell'investitore avendone alterato il ciclo corretto di formazione della volontà, dal momento che egli riponeva un legittimo affidamento sulla genuinità del giudizio emesso dall'agenzia e di riflesso sulla solvibilità dell'emittente valutato»); PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 151 («la natura del nocumento che identifica il carattere ingiusto del danno va ricercata nella lesione (questa volta positiva) della libertà contrattuale, che è integrata quando un contraente, sulla base delle informazioni del terzo, è indotto a concludere un contratto che altrimenti non avrebbe concluso»); FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 915 («l'investitore – che invoca la responsabilità dell'agenzia di *rating* per aver rilasciato un *rating* assolutamente inadeguato rispetto alla situazione economica dell'emittente – lamenta la lesione della propria libertà contrattuale; in altre parole, sostiene che l'agenzia, con l'emanazione di un *rating* errato, ha interferito

sentenza De Chirico, il diritto di determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio sarebbe costituzionalmente garantito dalla norma di cui all'art. 41 Cost..

Una seconda via è quella di riferire la lesione all'affidamento incolpevole riposto dal terzo sull'informazione economica inesatta²⁵⁷ (anche se

nell'attività negoziale ed ha alterato la propria volontà, in quanto egli confidava nella correttezza del giudizio emesso dall'agenzia e di conseguenza nella solvibilità dell'emittente»).

Parla di danno derivante dalla circolazione di false o inesatte informazioni in grado di ledere il principio di libertà negoziale CAPRIGLIONE F., *op. cit.*, p. 55.

In giurisprudenza, cfr. Tribunale Roma, 25 maggio 2005, in *Corriere giur.* 2005, 1283 ss., che afferma che la violazione del dovere di informazione appare necessariamente causativa di un danno, in quanto lesiva della «libertà di autodeterminazione negoziale del cliente».

²⁵⁷ Secondo BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 561 «esistono nell'ordinamento italiano criteri normativi che consentono, in tema di responsabilità da informazioni inesatte, di configurare come ingiusto il danno derivante dalla *lesione dell'affidamento incolpevole di un destinatario ragionevolmente prevedibile* »; sicché, «[d]alla combinazione tra il criterio enucleato dall'art. 1338 in tema di responsabilità per conclusione di contratto invalido e il canone desumibile dall'art. 5, comma 1, lett. c) del DPR n. 224/88 in materia di responsabilità da prodotti difettosi l'interprete può, in ultima analisi, muovere per legittimare, sotto il profilo dell'ingiustizia del danno, la costruzione di una figura generale di responsabilità, che con terminologia di origine germanica può qualificarsi come “responsabilità da affidamento”, e di cui il nuleo centrale è costituito, appunto, dalla responsabilità da informazioni inesatte» (p. 563).

Sulla lesione dell'affidamento (affidamento oggettivamente ingenerato ed offeso da un soggetto dotato di un particolare *status*

l'interesse così tutelato può essere considerato una specificazione del più generale interesse alla libertà negoziale²⁵⁸).

Altra via che si può percorrere al fine di affermare l'ingiustizia del danno, questa volta con specifico riferimento al danno derivante dalla assegnazione di un *rating* inadeguato, è quella di estendere, in via analogica, la valutazione di meritevolezza dell'affidamento risposto dall'investitore nel giudizio di *rating* operata dal legislatore europeo con l'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm.. In realtà, le agenzie di *rating* non registrate potrebbero rivolgere tale argomento a proprio favore, facendo appiglio proprio sul fatto di non essere soggette alla disciplina dettata dal legislatore europeo per affermare che la diffusione, da parte loro, di valutazioni non corrette non va a ledere nessun interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico²⁵⁹.

professionale) come danno ingiusto *ex art.* 2043 cod. civ. cfr. anche SANNA P., *op. cit.*, pp. 149 ss.. Secondo l'A., però, l'affidamento non avrebbe, *in subiecta materia*, alcuna funzione sul piano dell'*iniuria*, ma solamente sul piano del nesso di causalità (p. 162).

²⁵⁸ Cfr. BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 562.

²⁵⁹ Lo nota SCARONI C., *op. cit.*, p. 813: «Quanto alle agenzie non registrate, occorrerà operare una valutazione comparativa nei termini di cui si è detto, fermo restando che il Regolamento Comunitario in questione costituirà senza dubbio un indice – importante, anche se non decisivo – della meritevolezza del loro interesse. Infatti, potrebbe sostenersi, da parte delle agenzie, che proprio l'assenza di una registrazione costituisca un chiaro indice del loro operare in un regime di informazione libero e, quindi, costituzionalmente tutelato al di sopra dell'interesse del singolo che vi ha fatto affidamento pur essendo a conoscenza della mancata registrazione».

Vi è, poi, chi, desumendo dalla disciplina positiva dei mercati finanziari una tutela del mercato finanziario e dei risparmiatori in generale, nega che la diffusione di informazioni non veritiere o non chiare produca un danno meramente patrimoniale, danno che deve essere, invece, risarcito²⁶⁰.

²⁶⁰ BRUNO S., *op. cit.*, p. 1323: «Non è necessario, aderendo a questa concezione, la violazione di una norma primaria per configurare l'ingiustizia, ma basta la lesione di un interesse che sia giuridicamente rilevante. L'interesse del risparmiatore che compie operazioni di investimento o disinvestimento sul mercato finanziario è tutelato da tutta la disciplina comunitaria ed interna sulla trasparenza e quindi il danno sofferto a seguito di tali operazioni è ingiusto, e perciò risarcibile, anche se l'informazione non è contemplata e disciplinata da una norma specifica. Né il sacrificio dell'interesse del risparmiatore può trovare giustificazione nella realizzazione di un eventuale contrapposto interesse dell'autore della condotta illecita, in quanto il diffondere notizie non veritiere attraverso i *mass media*, ad esempio, non è giustificabile in base ad alcun interesse della società o del mercato e, tra l'altro, tale condotta (soprattutto se posta in essere in concomitanza con operazioni di collocamento, offerte pubbliche di acquisto etc.) non può non essere destinata ad indurre o incoraggiare il pubblico ad investire o disinvestire; invero non ha altra finalità».

Cfr. altresì FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., pp. 918 ss., che elenca una serie di disposizioni (in particolare, art. 1, punto 2, lett. c, della direttiva 2003/6/CE, in attuazione del quale il legislatore italiano ha introdotto il Titolo I-bis del T.U.F.; l'art. 69-*decies* del Regolamento Consob n. 11971) dalle quali emerge che l'ordinamento giuridico esprime una tutela particolarmente forte per l'interesse degli investitori a ricevere informazioni obiettive ed affidabili.

SANNA P., *op. cit.*, pp. 155 ss. parla di configurabilità di un interesse alla corretta informazione economico-finanziaria come

A queste vie, ad avviso di chi scrive, se ne potrebbe aggiungere forse un'altra. Come si è detto al principio di questo lavoro, i mercati finanziari sono i luoghi nei quali si incontrano gli interessi degli emittenti (che hanno necessità di reperire finanziamenti per lo sviluppo della propria attività) e degli investitori (che, avendo dei risparmi che non sono destinati ad essere consumati immediatamente, sono interessati ad investirli, in modo da assicurarsi che quanto risparmiato, nell'attesa di essere consumato, non perda il proprio valore ed, anzi, eventualmente lo incrementi). L'art. 47, comma 1 Cost. afferma espressamente che «[l]a Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito»²⁶¹. Il risparmio è sia interesse individuale, in quanto permette al singolo di accantonare parte della propria ricchezza per far fronte ai propri bisogni futuri, sia interesse collettivo, poiché costituisce la premessa indispensabile per l'investimento produttivo; e la protezione del risparmio dei singoli è elemento indefettibile per il buon funzionamento dei mercati dei capitali²⁶². Vero è che l'interpretazione dell'art.

interesse autonomamente meritevole di tutela aquiliana *ex art.* 2043 cod. civ..

²⁶¹ Per un esame della legislazione attraverso la quale il nostro ordinamento giuridico e quello comunitario hanno storicamente attuato il principio costituzionale della tutela del risparmio cfr. ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, disponibile all'indirizzo http://www.forumcostituzionale.it/site/images/stories/pdf/document_i_forum/paper/0157_zatti.pdf.

²⁶² Così DE MINICO G., *La Costituzione difende il risparmio. E il legislatore?*, disponibile all'indirizzo <http://archivio.rivistaaic.it/dibattiti/libertaeconomiche/deminico.html>: «Solo se il risparmiatore sarà adeguatamente protetto (...) si

47 Cost. è dibattuta²⁶³: controverso è se la norma costituzionale abbia carattere meramente programmatico o immediatamente precettivo²⁶⁴ e vi è incertezza su quale sia la nozione di “risparmio” dalla stessa accolta²⁶⁵. Tuttavia non si possono non tenere in considerazione le tendenze più recenti della dottrina, in parte orientata ad interpretare l’art. 47 Cost. come norma precettiva immediatamente

affaccerà con fiducia al mercato dei capitali, cioè sarà disponibile a scambiare la sua ragionevole aspettativa alla restituzione e massima remunerazione del capitale investito contro la domanda di liquidità dell’industria finanziaria; quindi, un risparmio difeso è uno dei presupposti per un mercato finanziario efficiente, luogo in cui la domanda di liquidità incontra l’offerta di denaro in un contesto di utilità reciproca».

²⁶³ Cfr. AMATO G., *op. cit.*, pp. 22 ss..

²⁶⁴ Cfr. AMATO G., *op. cit.*, p. 23.

²⁶⁵ In generale, «[l]a Costituzione evita di prendere una posizione precisa sul concetto di “risparmio”. Proprio perciò il primo comma dell’art. 47 impiega la clausola molto ampia “risparmio in ogni sua forma”. Rimane sottinteso che il risparmio – a livello nazionale – è quella parte del prodotto interno complessivo (da chiunque ottenuto) che non viene consumata. Questa visione bene emerge dai lavori preparatori della Costituzione. Si può soggiungere che il risparmio si crea non solo rinunciando a consumare subito il prodotto; ma anche evitando sperperi o distruzioni» (BARDUSCO A., *La direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio europeo del 4 novembre 2003*, in *Le nuove regole del mercato finanziario: la legge 28 dicembre 2005, n. 262 “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”*, a cura di F. Galgano e F. Roversi Monaco, Cedam, Padova, 2009, p. 205). Una sintesi delle diverse possibili letture della nozione di risparmio menzionata dalla Costituzione si può leggere in G. AMATO, *L’informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013, pp. 22 ss..

applicabile²⁶⁶. In definitiva, si ritiene si possa ragionare intorno alla questione se il danno patrimoniale subito dall'investitore a causa dell'affidamento risposto su di un *rating* errato sia qualificabile come ingiusto (e, come tale,

²⁶⁶ Il richiamo è a G. DE MINICO, *La Costituzione difende il risparmio. E il legislatore?*, disponibile all'indirizzo <http://archivio.rivistaaic.it/dibattiti/libertaeconomiche/deminico.html>, che in riferimento alla responsabilità della Consob per omesso o errato controllo sull'informazione resa dall'industria finanziaria al risparmiatore (responsabilità da prospetto informativo) si domanda se non si possa leggere l'art. 47 Cost. come precettivo: «Forse ancora una volta stiamo dimenticando l'art. 47 Cost. Se provassimo a leggerlo come precettivo? Ritenendo il diritto alla protezione del risparmio radicato direttamente nell'art. 47 Cost., senza necessità di una intermediazione legislativa per renderlo operante nei confronti di tutti, poiché la norma imputa alla Repubblica il dovere di proteggere il risparmio, tale dovere si rivolgerebbe anche alla Consob. Nel caso dunque che la Consob renda un cattivo controllo – perché omette di accertare la veridicità dei dati rappresentati e, così facendo, ingenera nel risparmiatore l'errato convincimento che quanto narrato corrisponda al vero – si sarà resa responsabile di un illecito contrattuale, per inadempimento di un obbligo specifico, e non per inosservanza del dovere generico del *neminem laedere*. È l'art. 1218 c.c. ad entrare in causa, non il 2043 c.c., e, corrispondentemente, la posizione vantata dal creditore è di diritto soggettivo, si badi bene però non identificabile nel diritto all'informazione, bensì in quello alla protezione del risparmio, pretesa, come detto prima, azionabile immediatamente verso chi è tenuto a difenderla, in questo contesto la Consob». Nota G. AMATO, *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013, p. 23, nt. 25 che «[q]uesta impostazione consentirebbe ai cittadini di agire direttamente contro la Consob nel caso in cui, a causa della sua scorretta vigilanza, abbia arrecato un danno agli investitori. Il fondamento del diritto al risarcimento dei soggetti danneggiati risiederebbe nella diretta violazione dell'art. 47 e non nel principio generale del *neminem laedere*».

risarcibile) in quanto lesivo dell'interesse alla tutela del risparmio, interesse meritevole di tutela perché costituzionalmente garantito.

Infine, un'ultima notazione. Una volta individuato l'interesse meritevole di tutela lesa dalla condotta del terzo, occorrerà effettuare un giudizio di comparazione tra gli interessi in conflitto: quello del danneggiato (*i.e.* l'investitore), da un lato, e quello opposto del danneggiante (*i.e.* l'agenzia di *rating*), dall'altro. Si ricordi, infatti che, secondo quanto statuito dalle Sezioni Unite n. 500 del 1999, «[q]uali siano gli interessi meritevoli di tutela non è possibile stabilirlo a priori: caratteristica del fatto illecito delineato dall'art. 2043 c.c., inteso nei sensi suindicati come norma primaria di protezione, è infatti la sua atipicità. Compito del giudice, chiamato ad attuare la tutela ex art. 2043 c.c., è quindi quello di procedere ad una selezione degli interessi giuridicamente rilevanti, poiché solo la lesione di un interesse siffatto può dare luogo ad un "danno ingiusto", ed a tanto provvederà istituendo un giudizio di comparazione degli interessi in conflitto, e cioè dell'interesse effettivo del soggetto che si afferma danneggiato, e dell'interesse che il comportamento lesivo dell'autore del fatto è volto a perseguire, al fine di accertare se il sacrificio dell'interesse del soggetto danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza».

In altri termini, si tratta di stabilire se l'interesse dell'investitore a ricevere un'informazione corretta sulla quale poter riporre affidamento debba o meno soccombere a fronte del contrapposto interesse dell'agenzia di *rating* a svolgere la propria attività di classamento del merito

creditizio. Escluso, per le ragioni viste *supra*²⁶⁷, che l'interesse dell'agenzia di *rating* possa identificarsi nella tutela della libertà di informazione (libertà di manifestazione del pensiero e libertà di stampa, *ex art. 21 Cost.*), lo stesso potrebbe identificarsi nella libertà dell'iniziativa economica privata, *ex art. 41 Cost.*²⁶⁸. Appare però subito chiaro che, a fronte dello svolgimento non corretto della attività di *rating*, l'interesse dell'agenzia a svolgere la propria attività non potrà considerarsi prevalente rispetto all'interesse dell'investitore a non ricevere informazioni non veritiere, tanto più che lo stesso art. 41 Cost. al secondo comma precisa che l'iniziativa economica privata non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale (si ricordi che la correttezza dell'informazione diffusa sul mercato è necessaria non

²⁶⁷ Cfr. *supra* sezione I, § 4.

²⁶⁸ Parte della dottrina (SCARONI C., *op. cit.*, p. 809; FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 916) effettua il giudizio di bilanciamento degli interessi in conflitto indicando, con riferimento all'agenzia di *rating* del credito, l'interesse alla libertà di informazione, che si inscrive nel principio di libera manifestazione del pensiero (art. 21 Cost.). Nel presente lavoro si è preferito indicare, nella comparazione tra i contrapposti interessi, il principio della libertà di iniziativa economica privata (art. 41 Cost.) per le seguenti ragioni: i) in primo luogo, perché come è stato detto *supra* (cfr. sezione I, § 4), la libertà di manifestazione del pensiero e la libertà di stampa non sono diritti che paiono invocabili da parte delle agenzie di *rating*, non essendo le stesse assimilabili a giornalisti finanziari; ii) in secondo luogo, perché il principio di libera manifestazione del pensiero è già stato comunque inserito nella trattazione relativa al danno prodotto *non iure*, poichè il principio della libertà di informazione, ove invocato, rappresenterebbe una causa di giustificazione (in particolare,) (così già SANNA P., *op. cit.*, p. 158).

solo al fine di tutelare l'interesse del singolo investitore, ma anche quello generale al corretto funzionamento del mercato)²⁶⁹.

3.1.2. La prova dell'elemento soggettivo in capo al danneggiante

Ai fini del sorgere della responsabilità aquiliana, l'art. 2043 cod. civ. richiede la sussistenza dell'elemento soggettivo della colpevolezza in capo al danneggiante; tale elemento si può estrinsecare, indifferentemente, tanto nel dolo quanto nella colpa e l'onere della prova della sua esistenza incombe in capo alla vittima del danno. Proprio tale onere (non di semplice allegazione, ma) di vera e propria dimostrazione può, in certi casi, costituire un ostacolo insormontabile per l'investitore-danneggiato²⁷⁰: al

²⁶⁹ Sempre sul giudizio di bilanciamento di interessi cfr. altresì FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 918: «Si tenga presente, comunque, che la giurisprudenza è solita affermare la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico e già questo potrebbe essere un indice da cui desumere la prevalenza dell'interesse del risparmiatore. Allo stesso modo, si può ricordare come nel nostro ordinamento sia già prevista espressamente la responsabilità di un soggetto particolarmente qualificato nei confronti dei terzi per i danni cagionati dalle informazioni inesatte rilasciate: tale principio è contenuto nell'art. 2409-*sexies*, c.c.».

²⁷⁰ Secondo FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 179, l'accertamento dell'elemento soggettivo della colpa «è indubbiamente il presupposto di più difficile riscontro».

di fuori delle ipotesi in cui risulti chiaramente l'intenzione (e, perciò, il dolo) dell'agenzia di emettere una valutazione che, anziché essere veritiera e quindi rispettosa dell'interesse del mercato a ricevere un'informazione libera e completa, assecondi interessi egoistici dell'agenzia stessa e/o di soggetti alla medesima legati (azionisti di controllo, committenti del giudizio di *rating*, etc.), può risultare estremamente difficile per l'investitore dare la prova dell'imputabilità in capo all'agenzia di *rating* di un atteggiamento doloso o (gravemente) colposo^{271 272}. Si

Per SANNA P., *op. cit.*, p. 159 «si tratta di una *probatio* resa quasi diabolica tanto dalla natura prognostica del giudizio di *rating*, dove oggetto di analisi non è, infatti, la qualità di un prodotto finito, ma il grado di probabilità di un evento futuro (...), quanto la mancanza di trasparenza in ordine alle metodologie ed agli algoritmi utilizzati dagli analisti per formulare il *rating*».

²⁷¹ Si ricordi infatti che si ritiene che la norma di cui all'art. 2236 cod. civ. trovi applicazione «sia nel caso di responsabilità contrattuale, sia nel caso di responsabilità aquiliana (Cass., 17 marzo 1981, n. 1544, in *Mass. Giust. civ.* 1981, fasc. 3) del prestatore d'opera intellettuale che – di norma – svolge personalmente il proprio incarico» (SCARONI C., *op. cit.*, p. 827, nt. 132).

Favorevole ad applicare l'art. 2236 cod. civ. alle agenzie di *rating* è PONZANELLI G., *op. cit.*, p. 452: «Il punto sul quale intendo richiamare l'attenzione continua peraltro a verte sul grado della colpa: una volta che sia esclusa la completa immunità, è plausibile che al *rater* non si applichi l'ordinaria regola di diligenza ex art. 1176, ma la direttiva qualificata ex art. 2236; essa fissa, infatti, il giusto equilibrio fra esigenza di offrire una riparazione e l'esigenza di evitare, come contrappeso, una pericolosa attività di *overdeterrence* sulle agenzie di *rating* (qui, a differenza che nella responsabilità medica, non si parla tanto di medicina difensiva, quanto di cessare perfino l'attività di *rating*, in presenza di una regola di eccessiva responsabilità). (...) E deve tenersi presente, inoltre, un punto nel quale ha modo di trovare applicazione la

ricordi, difatti, che l'attività di classamento del merito creditizio è estremamente complessa; che i meccanismi di attribuzione dei *rating* sono appannaggio dell'agenzia stessa e di una stretta cerchia di professionisti che opera alle sue dipendenze, ovvero gli analisti finanziari, sia perché allo stato non vi è una completa *disclosure* delle metodologie di analisi e classamento che le agenzie adottano (che, in ogni caso, richiederebbero l'intervento di consulenti tecnici particolarmente qualificati), sia perché le agenzie, in ossequio agli obblighi di riservatezza assunti nei confronti dell'emittente, non rendono pubbliche le informazioni confidenziali fornite dal soggetto valutato e sulle quali le loro valutazioni in larga parte si basano.

Va, innanzitutto, precisato che il solo fatto che l'agenzia di *rating* abbia emesso un giudizio non corretto non è, per sé solo, elemento sufficiente a fornire la prova che quest'ultima, nella propria attività di classamento del

spiccata relazionalità della responsabilità civile: la necessità di valutare in concreto la figura del presunto danneggiato, perché non sempre, anzi raramente, si tratta di un consumatore digiuno di mercato e di educazione finanziaria; normalmente si ha a che fare con un buon conoscitore dei rischi relativi all'acquisto dei titoli».

²⁷² Chiaro esempio della difficoltà per l'investitore-danneggiato di provare la sussistenza dell'elemento soggettivo in capo al *rater*-presunto danneggiante è rappresentato dalla recente sentenza del Tribunale di Catanzaro del 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e resp.* 2013, 2, p. 183, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, 454 ss. (nota di PARMEGGIANI). Nella specie, il giudice di prime cure ha rigettato la domanda risarcitoria proposta dagli obbligazionisti Lehman Brothers nei confronti di The McGraw Hill-Companies S.r.l. (gruppo al quale appartiene la società di *rating* Standard&Poor's) poiché ha ritenuto che gli investitori non fossero riusciti a fornire la dimostrazione della condotta dolosa o colposa dell'agenzia di *rating*, essendosi gli stessi limitati ad addurre genericamente la mancanza di buona fede nella condotta dell'agenzia.

merito creditizio, abbia agito senza rispettare le norme di prudenza, diligenza e perizia (colpa) richieste ad un soggetto professionale o, addirittura, con l'intenzione di confezionare un giudizio artatamente non conforme al reale rischio di credito dell'emittente o dell'emissione oggetto di *rating* (dolo)²⁷³. Affinché possa essere

²⁷³ Cfr. GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., pp. 1458-1459 («Ci sembra oggettivamente eccessivo utilizzare il criterio della “*culpa in re ipsa*” o della “*res in re ipsa loquitur*” per “sanzionare” le agenzie. Si tratterebbe di una scelta tesa ad attribuire una responsabilità legata alla qualità professionale dell'informatore ed alla qualità oggettiva dell'informazione. In altri termini, attraverso un meccanismo presuntivo, si generalizzerebbe una responsabilità per un'attività avente essenzialmente natura prognostica. Oltretutto, ammettere una tale eventualità equivarrebbe a legittimare una pericolosa attività di *overdeterrence* dell'agenzia di *rating*. Riteniamo piuttosto che la responsabilità del valutatore sulla solvibilità dell'emittente (ovvero il mancato *dawgrading*) debba comunque dipendere da una condotta negligente ed imperita e non rispettosa della *lex artis* e delle procedure se pur connotate da ampi margini di discrezionalità»); SCARONI C., *op. cit.*, p. 819 («Quanto alla colpa, occorre osservare che una valutazione errata da parte dell'agenzia non importa, di per sé, una colpa della medesima»).

Favorevole ad un più ampio ricorso al meccanismo delle presunzioni è invece MAZZONI A., *op. cit.*, pp. 247-248: «Il dilemma è se, in ragione dello status di intermediario autorizzato vincolato all'osservanza di criteri legali in ogni manifestazione del suo agire, il dichiarante anche se convenuto in responsabilità extracontrattuale, sia assoggettato al regime probatorio di cui all'art. 23, c. 6 d.lgs. 58/1998 – se, cioè, incomba comunque su di lui l'onere di provare “di aver agito con la specifica diligenza richiesta” – ovvero se debba applicarsi la regola ordinaria, che fa gravare sull'attore l'onere della prova del dolo o della colpa. Anche qui credo si debba distinguere tra il piano dei principi e quello della loro (presumibile) applicazione giurisprudenziale. Anche a voler

individuato in capo al *rater* l'elemento soggettivo di

ammettere che l'art. 23, c.6 citato si applichi esclusivamente all'interno di liti contrattuali e che, quindi, in una azione aquiliana incomba al terzo remoto l'onere della prova del dolo o della colpa, è sufficiente ipotizzare che, a fronte della (facile) prova che egli abbia dato della (in ipotesi) grossolana divaricazione tra dichiarazione previsionale sull'andamento del titolo e effettivo corso dello stesso, possa scattare una ragionevole presunzione di imperizia o imprudenza a carico del dichiarante convenuto; una presunzione, cioè, che sostanzialmente sposterà su quest'ultimo l'onere di provare che egli ha prodotto ed emesso la dichiarazione, osservando tutti i doveri e gli obblighi che qualificano *ex lege* il suo *status* professionale. Insomma, a ben vedere, sembra improbabile che nelle ipotizzate future liti si faccia interamente gravare sull'attore l'onere di provare quali aspetti specifici dell'analisi, dell'elaborazione dei dati o della presentazione al pubblico della dichiarazione attestino o riflettano comportamenti dell'intermediario autorizzato viziati da dolo o colpa: in ultima analisi, a fronte delle iniziali allegazioni e contestazioni dell'attore che faccia valere quanto la realtà abbia smentito la dichiarazione, incomberà comunque al professionista l'onere di dimostrare che la dichiarazione medesima è stata resa senza violazione di alcuno di quei criteri di legge che il suo *status* gli imponeva di osservare. Ragionevole seppur con un certo margine di opinabilità, la soluzione testé indicata si impone, invece, senza esitazioni, quando l'intermediario interessato abbia egli stesso inizialmente rappresentato, o quando l'attore provi in pendenza della lite, che la dichiarazione è stata resa mentre sussisteva una situazione di conflitto di interessi quanto meno in astratto. Se, cioè, l'interesse dell'intermediario era suscettibile di essere ausiliato dal prevedibile effetto che la dichiarazione avrebbe avuto nel mercato, il giuoco dell'onere della prova – inteso come procedimento di ricerca della verità processuale attraverso il confronto non necessariamente tra dati certi, ma il più delle volte tra inferenze desumibili dalle circostanze di fatto che ciascuna parte adduce – esige di addossare al portatore del conflitto in astratto la prova di non essere stato inquinato da tale conflitto nel suo agire in concreto».

colpevolezza che contribuisce ad integrare la fattispecie di cui all'art. 2043 cod. civ. occorrerà qualcosa di più, e, precisamente, la dimostrazione che l'agenzia di *rating* ha violato le regole di condotta (ad esempio, le regole poste dal Codice IOSCO in generale e dai singoli codici di autodisciplina in particolare, le prassi internazionali sorte in materia di attività di classamento del merito creditizio, le metodologie e le regole di analisi che le agenzie stesse dichiarano di utilizzare nello svolgimento della propria attività, e così via) alla quale la stessa si deve uniformare nell'esercizio della sua attività.

L'impresa di provare l'elemento della colpevolezza in capo all'agenzia di *rating* potrebbe, tuttavia, almeno in alcune ipotesi, risultare meno ardua di quanto a prima vista può sembrare. Ove, infatti, sia possibile fare ricorso al meccanismo delle presunzioni – presunzioni relative (*iuris tantum*), che ammettono la possibilità di fornire la prova contraria da parte dell'agenzia di *rating*-presunta danneggiante – l'onere probatorio incombente sull'investitore-danneggiato risulterà sicuramente più agevole²⁷⁴.

Elemento che, ad avviso di chi scrive, potrebbe essere utilmente utilizzato nella dimostrazione (quantomeno) della colpa in capo all'agenzia di *rating* è la diffusione di notizie di stampa di segno nettamente contrario rispetto

²⁷⁴ Favorevole all'impiego delle presunzioni di colpa anche SANNA P., *op. cit.*, pp. 159-160, il quale rileva però che «per quanto assai utile nell'intento di alleviare l'*onus* gravante sul danneggiato, un generalizzato ricorso ai meccanismi presuntivi (...) potrebbe rivelarsi non opportuno nello specifico ambito esaminato e ciò attesa proprio la natura prognostica del giudizio di *rating*, così che la sola circostanza che il *rating* emesso non rispecchi la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente-debitore non potrebbe costituire indice di una colpa *in re ipsa* dell'agenzia».

all'informazione contenuta nella valutazione emessa dall'agenzia: in tal caso, infatti, l'investitore potrebbe forse fare (prudente) ricorso al meccanismo delle presunzioni, per cui dal fatto noto (diffusione di notizie di stampa nettamente discordanti rispetto al *rating* emesso, alle quali non abbia fatto seguito alcuna revisione del giudizio di *rating*) potrebbe ricavarsi il fatto ignoto della colpevolezza del *rater*, che non avrebbe agito secondo le regole della diligenza professionale omettendo di monitorare costantemente il *rating* emesso ed effettuare nuove analisi al manifestarsi di mutamenti inaspettati e potenzialmente rilevanti, in tal modo violando quei parametri di perizia e diligenza professionale che deve rispettare nell'esercizio della sua attività. A questo punto spetterà all'agenzia l'onere di provare di non essere venuta meno ai propri doveri, e ciò potrà fare dimostrando, ad es., di aver messo il *rating* in questione nella lista dei *creditwatch*, di aver svolto analisi ulteriori, di aver ritirato il *rating*, etc.

Il meccanismo delle presunzioni nella dimostrazione della sussistenza della colpa del danneggiante potrebbe essere altresì impiegato nell'ipotesi in cui si sia manifestata una grave discordanza tra voto di *rating* assegnato (positivo o molto positivo) e contestuale differente realtà fattuale (*default* dell'emittente), nonché in presenza di altri indici di rischio diversi da quello di credito, ed in particolare del rischio di mercato²⁷⁵.

Un utile sussidio per l'investitore-danneggiato ai fini della dimostrazione della sussistenza dell'elemento soggettivo in capo all'agenzia di *rating* è poi costituito dal Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm., il quale impone in capo alle agenzie registrare nell'Unione Europea numerosi obblighi (rispetto di *standard* professionali e

²⁷⁵ SANNA P., *op. cit.*, p. 160.

comportamentali, adozione di modelli organizzativi e procedure interne, scelta di metodologie adeguate, etc.) che vanno a specificare ed ulteriormente implementare le norme di condotta già presenti nel Codice IOSCO e nei vari codici di condotta adottati dalle singole agenzie²⁷⁶. Che il Regolamento CE n. 1060/2009 regoli, per espressa volontà del legislatore, soltanto una parte delle agenzie di *rating* del credito (ossia le agenzie di *rating* del credito registrate che emettono *rating* a fini regolamentari) non dovrebbe dissuadere dall'applicare i principi e le regole ivi enunciati anche alle ipotesi non espressamente indicate²⁷⁷. È vero che le disposizioni del Regolamento sono imperative soltanto per i soggetti ivi indicati, ma può senz'altro affermarsi che il professionista, in virtù della particolare diligenza che l'attività svolta richiede (diligenza superiore a quella ordinaria e da valutarsi con riferimento alla specifica categoria di appartenenza), sia tenuto ad adottare tutti i più attenti accorgimenti ed a

²⁷⁶ Richiama gli obblighi dettati dal Regolamento CE n. 1060/2009 al fine di dimostrare la negligenza dell'agente anche SANNA P., *op. cit.*, p. 161.

²⁷⁷ SCARONI C., *op. cit.*, p. 819-820: «l'agenzia di *rating* può essere considerata negligente, imprudente o imperita quando, nel rilasciare la valutazione di *rating*, non si sia attenuta ai criteri che disciplinano la sua attività. Detti criteri sono, oggi, rappresentati (anche) dalle prescrizioni contenute nel Regolamento Comunitario, la violazione delle quali comporta per le agenzie *registrate* senz'altro un indice della sussistenza dell'elemento soggettivo, in particolare quando emettono giudizi *rating* destinati ad essere utilizzati a fini regolamentari; ma ciò potrebbe valere anche per le agenzie non registrate, per le quali, se, da un lato, le prescrizioni del Regolamento non sono imperative, dall'altro lato, possono essere considerate come linee guida che informano l'agire diligente di tutti i soggetti che svolgono questa attività».

rispettare tutte le migliori norme che nel suo campo di attività sono state dettate.

Una delle problematiche più delicate in materia di accertamento della sussistenza dell'elemento soggettivo in capo al *rater* è rappresentata dall'ipotesi in cui la diffusione di un *rating* inesatto dipenda non da un errore commesso dall'agenzia nel processo di valutazione ed analisi dei dati, ma, invece, dalla erroneità o (addirittura) falsità degli stessi dati di partenza. Se i dati posti alla base del giudizio non sono corretti e/o aggiornati e/o veritieri, è inevitabile che il giudizio che su tali dati si basa risulti non conforme alla reale affidabilità creditizia dell'entità valutata²⁷⁸. In siffatta ipotesi ci si può domandare se le società di *rating* debbano o meno essere chiamate a rispondere delle conseguenze pregiudizievoli derivanti dalla diffusione di un *rating* inesatto perché basato su dati non corretti. In effetti si tratta di uno degli argomenti che le agenzie di *rating* adducono sovente a propria difesa: le agenzie di *rating* sostengono, difatti, che, dal momento che

²⁷⁸ Si ricordi che le agenzie di *rating* non hanno poteri di ispezione e controllo nei confronti delle entità valutate e che utilizzano le informazioni che vengono loro fornite, facendo affidamento sulla loro bontà e senza sottoporle ad un particolare scrutinio. Cfr. COFFEE J.C., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, cit., pp. 15-16: «Unlike auditors, securities analysts, attorneys, investment banks and other financial gatekeepers, CRAs do not conduct factual verification with respect to the information on which their valuation models rely. While accountants are quite literally “bean counters” and security analysts contact all possible sources of information (customers, suppliers, rivals) to obtain information about an issuer, CRAs simply disclose that they are relying on information supplied to them by others. The problem, of course, is that no model, however well designed, can outperform its informational inputs; unverified data results in the well-known “GIGO Effect” – Garbage In, Garbage Out».

le stesse non hanno poteri ispettivi né di controllo nei confronti delle entità valutate, esse devono fare affidamento sulla bontà dei dati che vengono loro forniti dall'entità valutata, sicché non potranno essere chiamate a rispondere del pregiudizio derivante dal *rating* errato ove tale erroneità dipenda non dal processo di analisi e di valutazione, ma dalla falsità dei dati posti a base della valutazione stessa²⁷⁹. Sempre in difesa delle società di *rating*, viene altresì osservato che i dati forniti dagli emittenti sono, normalmente, «preventivamente sottoposti ad una serie di verifiche, ad esempio, del collegio sindacale o della società di revisione e, quindi, da parte di soggetti che, a differenza delle agenzie, hanno poteri ispettivi. Le agenzie, quindi, nel caso in cui l'emittente fornisca dati non veritieri, che siano passati al vaglio degli organi sociali dell'emittente medesimo nonché dei revisori e magari anche della Consob, non ha modo di scoprire la falsità dei medesimi e, per la verità, non ha nemmeno motivo di dubitare della loro veridicità»²⁸⁰.

Tali argomenti difensivi non paiono del tutto convincenti. Vero è che le agenzie di *rating* non hanno poteri di vigilanza e di controllo sulle entità valutate, per cui non possono svolgere attività di tipo ispettivo nei loro confronti; ma è altresì vero che le stesse hanno le competenze necessarie per rilevare, nel corso dell'analisi svolta, eventuali discrasie ed incongruenze presenti nei dati forniti dall'emittente. Ove si palesi un dubbio circa la correttezza e la veridicità delle informazioni ricevute, il

²⁷⁹ Parte della dottrina accoglie la prospettazione difensiva avanzata dalle agenzie di *rating*. In tal senso, ad esempio, GOMMELLINI A., *op. cit.*, pp. 598 e 601; CAPRIGLIONE F., *op. cit.*, pp. 20 e 56; SCARONI C., *op. cit.*, p. 821, nt. 115, che richiama l'art. 8, par. 2 del Regolamento CE n. 1060/2009.

²⁸⁰ SCARONI C., *op. cit.*, pp. 820-821.

rater dovrà, in base all'obbligo di diligenza professionale che sullo stesso incombe, svolgere ulteriori indagini interpellando, se del caso, lo stesso emittente per chiedere chiarimenti in merito e/o informazioni aggiuntive²⁸¹; ove al termine del supplemento di indagine il dubbio permanga (ad esempio, perché l'entità oggetto del giudizio rifiuta di rispondere alle richieste del *rater* o fornisce risposte lacunose, contraddittorie o, comunque, insoddisfacenti), l'agenzia di *rating*, ove ritenga che i dati a sua disposizione non siano sufficienti e/o attendibili per esprimere una valutazione corretta, dovrà astenersi dal rilasciare il *rating* richiestole²⁸².

Nemmeno l'argomento secondo cui l'agenzia di *rating* non avrebbe modo di dubitare della veridicità delle informazioni che siano già state oggetto di preventiva verifica (da parte degli organi sociali dell'emittente medesimo, nonché dei revisori e magari anche della Consob) convince appieno. Che il professionista sia esonerato dal controllo (più o meno approfondito) circa l'attività precedentemente svolta da altro professionista è affermazione tutt'altro che pacifica. Sia consentito

²⁸¹ Cfr. PONZANELLI G., *op. cit.*, p. 446: «Il *rater* deve svolgere (...) un'attività di *due diligence* sulle informazioni fornite dalla società (di cui deve valutare la qualità delle obbligazioni). E l'omissione dello svolgimento di una tale attività potrebbe essere qualificata come una condotta dolosa o gravemente colposa, visto che si sostanzia nella deliberata indifferenza rispetto alla completezza e alla valutazione accurata dei dati da tenere in considerazione».

²⁸² Cfr. Regolamento CE n. 1060/2009, Allegato I, Sezione D, I, n. 4, primo capoverso: «Laddove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di *rating* del credito di emettere un *rating* credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il *rating* o ritira il *rating* esistente».

richiamare le statuizioni della giurisprudenza in materia di responsabilità medica; materia che, sebbene non strettamente affine a quella oggetto del presente lavoro, è spesso al centro di importanti pronunce giurisprudenziali che affermano principi importanti per tutta le attività professionali. In particolare, è stato affermato che «[n]ell'attività medico-chirurgica, qualora ricorra l'ipotesi di cooperazione multidisciplinare, anche se svolta non contestualmente, nell'apprezzamento della colpa professionale occorre tenere conto che, ogni sanitario, oltre che al rispetto dei canoni di diligenza e prudenza connessi alle specifiche mansioni svolte, è tenuto a osservare gli obblighi a ognuno derivanti dalla convergenza di tutte le attività verso il fine comune e unico. Ne consegue che *ogni sanitario non può esimersi dal conoscere e valutare l'attività precedente o contestuale svolta da altro collega, sia pure specialista in altra disciplina, e dal controllarne la correttezza, se del caso ponendo rimedio a errori altrui che siano evidenti e non settoriali, rilevabili ed emendabili con l'ausilio delle comuni conoscenze scientifiche del professionista medio. Il mancato rispetto di tale obbligo cautelare può quindi fondare la responsabilità concorsuale*»²⁸³. Certamente non sarà richiesto al professionista che agisce sulla base delle informazioni fornitegli o sulla base dell'attività svolta da altro precedente professionista la medesima accuratezza di verifica (sia perché le competenze specifiche possono non essere del tutto coincidenti – come nell'ipotesi di medico specialista in altra disciplina –, sia perché è ben possibile

²⁸³ Cass. pen., sez. IV, 5 novembre 2009-17 novembre 2009, n. 43958, in *Guida al diritto* 2010, Dossier 2, 91 (s.m). Conforme, Tribunale Milano, sez. V, 9 marzo 2009, n. 3176, in *Giustizia a Milano* 2009, 3, 18 (s.m).

che i dati a disposizione ed i poteri esercitabili non siano i medesimi – come nell’ipotesi dell’agenzia di *rating* e degli altri soggetti aventi funzioni di controllo e vigilanza²⁸⁴ –), ma indubbiamente non sarà giustificabile, da parte sua, una acritica accettazione dei risultati dell’attività altrui.

Si ricordi, inoltre, l’obbligo del giornalista di controllare l’attendibilità della fonte informativa ai fini dell’invocazione dell’esimente della verità putativa²⁸⁵.

In definitiva, ove la erroneità e/o la falsità dei dati posti alla base del *rating* sia riconoscibile dal professionista diligente e coscienzioso, il *rater* non potrà andare esente da responsabilità; soltanto artifici e mistificazioni particolarmente studiati ed articolati, tali da trarre in inganno anche l’occhio esperto del più prudente e diligente professionista, non rilevabili attraverso lo studio, la lettura e la comparazione dei dati, potranno esimere il *rater* dall’obbligazione risarcitoria²⁸⁶. Resta fermo però

²⁸⁴ FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 926 rileva che le agenzie di *rating* non debbono diventare garanti della veridicità delle informazioni contabili fornite dall’emittente, né hanno doveri di accertare analiticamente la veridicità delle informazioni e dei dati forniti dall’emittente: «in caso contrario, infatti, si finirebbe per imporre alle agenzie un dovere di eseguire nuovamente prestazioni già svolte da altri, quali ad esempio il Collegio sindacale e la società di Revisione».

²⁸⁵ FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 925.

²⁸⁶ In ogni caso, «[s]petterà al danneggiato la (non semplice) prova di dimostrare che a fronte di informazioni fornite in modo non corretto l’agenzia non abbia adottato tutti i criteri ragionevolmente esigibili e necessari allo scopo di verificarne l’effettiva e concreta attendibilità. Ad esempio, potrà essere utile verificare che l’agenzia abbia divulgato le attività di verifica tese a considerare l’affidabilità e la veridicità delle informazioni in base alle quali il *rating* è stato

che, in ossequio al paradigma della responsabilità aquiliana, spetterà pur sempre al danneggiato fornire la prova che, «a fronte di dati ed informazioni tra loro *ictu oculi* inconciliabili od anche di meri indizi idonei a segnalare la dubbia genuinità, l'agenzia non ha adottato tutti i comportamenti ragionevolmente esigibili e necessari allo scopo di verificare l'effettiva e concreta attendibilità»²⁸⁷.

In ogni caso, ove una tale ipotesi (di irresponsabilità del *rater*) non ricorra, non si può dubitare che insieme all'agenzia di *rating* potrà essere chiamato a rispondere in via solidale ai sensi dell'art. 2055 cod. civ. per il danno conseguente alla diffusione del *rating* errato anche chi abbia operato la falsificazione dei dati posti a base dell'attività di classamento del merito creditizio²⁸⁸.

emesso, precisando se quelle provenienti dall'emittente, oggetto di valutazione, fossero di qualità soddisfacente e segnalando l'eventuale mancanza di dati affidabili a tal proposito » (GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., p. 1458).

²⁸⁷ SANNA P., *op. cit.*, p. 162, che però richiama, in soccorso della vittima del danno, «quelle previsioni del reg. n. 1060/2009 che impongono all'agenzia, all'atto di presentazione di ciascun *rating*, anche la divulgazione delle attività di verifica effettuate in ordine all'affidabilità ed alla veridicità delle informazioni in base alle quali il *rating* è stato emesso, precisando se quelle provenienti dall'emittente oggetto di valutazione fossero di qualità soddisfacente e segnalando l'eventuale mancanza di dati affidabili in proposito».

²⁸⁸ SANNA P., *op. cit.*, p. 132.

Diversa è l'ipotesi in cui alla responsabilità del *rater* venga affiancarsi quella (contrattuale, da inadempimento) dell'intermediario professionale, attraverso il quale l'investitore abbia acquistato i titoli: si tratterà, in tal caso, di responsabilità autonoma (così SANNA P., *op. cit.*, p. 145). Ricorrendo tale ipotesi,

In definitiva, l'onere, posto in capo all'investitore-danneggiato, di provare l'esistenza dell'elemento soggettivo in capo al *rater*-presunto danneggiante è compito che si presenta nient'affatto agevole; il ricorso al meccanismo delle presunzioni può, in taluni casi, soccorrere l'investitore agevolandolo, ma presenta pur sempre dei limiti. Per ovviare al problema, potrebbe risultare preferibile una diversa distribuzione dell'onere della prova in ordine all'esistenza dell'elemento soggettivo: prova che andrebbe posta in capo all'agenzia di *rating*, alla quale spetterebbe dunque il compito di dimostrare di essersi dotata di un'organizzazione adeguata, metodologie efficienti e codici di autodisciplina (presunzione *iuris tantum* di colpa in capo al danneggiante con relativa inversione dell'onere probatorio). Tale soluzione non sembra inopportuna, sia perché la dimostrazione di aver rispettato le migliori regole che la diligenza professionale impone ricade nella sfera dell'agenzia di *rating* (cfr. principio di vicinanza o riferibilità della prova), sia perché – come rilevano gli economisti – considerando un singolo *rating* o un piccolo numero di *rating* non è in genere possibile valutare *ex post* se una agenzia di *rating* abbia rispettato la dovuta

«posto davanti a due *deep pockets* (società di *rating* ed intermediario), l'investitore danneggiato preferirà certamente rivolgere le proprie istanze risarcitorie nei confronti dell'intermediario, poiché in tal modo potrà *de plano* avvalersi del favorevole regime probatorio *ex art. 23, comma 6, t.u.f.*» (*ibidem*). Sulla responsabilità dell'intermediario cfr. SANNA P., *op. cit.*, pp. 145 ss..

Contra MONTALENTI P., *op. cit.*, pp. 517 ss., che, in un'ottica *de jure condendo*, propugna l'introduzione di una responsabilità parziaria o *pro-quota*.

diligenza²⁸⁹ ed, in generale, è «molto difficile valutare se, nel “processo produttivo” della previsione, un economista abbia o meno commesso una negligenza»²⁹⁰, sia perché l’inversione dell’onere della prova circa la sussistenza dell’elemento soggettivo è principio ampiamente accolto dal nostro legislatore in materia finanziaria.

Con specifico riferimento a quest’ultimo punto, si considerino le seguenti norme. Innanzitutto l’art. 23, 6° comma del d.lgs. n. 58 del 1998 (T.U.F.), norma dettata in materia di responsabilità contrattuale degli intermediari finanziari, che testualmente recita: «Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, *spetta ai soggetti abilitati l’onere della prova di*

²⁸⁹ PROSPERETTI L., *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 456 ss.: «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 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 talvolta di troppo pessimisti, ma non che vi sia una netta prevalenza degli uni o degli altri. Se invece gli errori tendono ad essere prevalentemente in una direzione, ciò indica una distorsione sistematica, e può configurare un comportamento negligente. (...) 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. 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*».

²⁹⁰ PROSPERETTI L., *op. cit.*, p. 459.

aver agito con la specifica diligenza richiesta». In particolare, «l’inversione dell’onere della prova, disposta dall’ultimo comma dell’art. 23, appare (...) coerente, perché si tratta qui di accertare l’esistenza (...) di aspetti organizzativi “interni” all’intermediario che la legge impone e che il singolo risparmiatore (ma più in generale, direi, qualunque terzo) non avrebbe modo di (né sarebbe tenuto a) conoscere e, quindi, provare»²⁹¹. La suddetta norma è applicabile altresì in ipotesi di responsabilità extracontrattuale, ossia nel caso in cui sorga una responsabilità a carico di intermediari finanziari per i danni subiti da investitori non legati da contratto all’intermediario (in particolare, l’intermediario c.d. *manager*, che non opera nel mercato *retail*, cioè a diretto contatto con i risparmiatori, ma con l’intermediario del *retail* – tipicamente, una banca –)²⁹²: «È poi, in questo caso, molto evidente l’utilità dell’art. 23, comma 6° t.u.f. e dell’inversione probatorio che ne consegue: allegato (e provato) dal risparmiatore il danno ingiusto eventualmente derivatogli dall’attività di un intermediario (cui non sia legato da contratto), toccherà a quest’ultimo provare, attraverso la dimostrazione dell’idoneità “informativa” della propria organizzazione, di essere esente da colpa (mentre la prova della colpa, che risulterebbe diabolica se

²⁹¹ PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, p. 772.

²⁹² PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, pp. 780 e 788. In tal senso anche MARIANELLO M., *La responsabilità dell’agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., p. 635: «La norma richiamata [art. 23, sesto comma T.U.F.: ndr], pur apparendo riconducibile ad un inadempimento di tipo contrattuale, potrebbe estendersi anche all’illecito civile, dal momento che l’inesatta, l’insufficiente – e soprattutto – l’omessa informazione costituiscono *in re ipsa* eventi causativi di danno al patrimonio del risparmiatore».

posta a carico dell'investitore nella fattispecie in esame, toccherebbe alla vittima secondo il canovaccio dell'art. 2043 c.c.)»²⁹³.

Si consideri, inoltre, l'art. 94, comma 8 T.U.F. che, in materia di responsabilità da prospetto, così recita: «L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, *a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*». Anche in tale ipotesi spetta al danneggiante provare di essersi comportato diligentemente ed essere, di conseguenza, esente da colpa.

Insomma, in materia di danno provocato nel contesto di operazioni che si svolgono all'interno dei mercati finanziari il rapporto regola-eccezione sembra essere invertito: la copiosità delle norme che espressamente pongono a carico dell'operatore professionale l'onere di dimostrare la propria diligenza parrebbero ridisegnare la regola generale di ripartizione dell'onere probatorio in materia di responsabilità da fatto illecito, per cui spetterebbe al professionista-presunto danneggiante (e non più al danneggiato) fornire la dimostrazione della propria mancanza di colpa. Certo, tattandosi di singole disposizioni speciali un tale risultato non può ancora dirsi pienamente raggiunto, sicchè, in mancanza di indicazioni di segno contrario, dovrà continuare a farsi ricorso agli

²⁹³ PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, p. 780; cfr. anche le pp. 788-789.

schemi tradizionali della responsabilità aquiliana; tuttavia si può ritenere che la strada tracciata conduca nella direzione sopra indicata e, perciò, verso una maggiore tutela degli investitori.

3.1.3. La prova del nesso causale

Altro elemento imprescindibile è l'esistenza di un rapporto di causalità tra l'emissione del *rating* inesatto ed il pregiudizio patito dall'investitore.

Seguendo il paradigma di cui all'art. 2043 cod. civ., l'investitore-danneggiato, per ottenere il risarcimento del danno subito, dovrà fornire la prova del nesso causale intercorrente tra la diffusione della valutazione errata ed il pregiudizio patito; nesso causale che, seguendo gli approdi ormai unanimi di dottrina e giurisprudenza, deve essere scomposto nelle sue due componenti, ossia la cosiddetta i) *causalità materiale*, che indica il rapporto intercorrente tra il fatto e l'evento, e la cosiddetta ii) *causalità giuridica*, che indica il rapporto intercorrente tra l'evento ed il danno. Nella specie, il nesso di causalità materiale deve intercorrere tra la diffusione del *rating* errato e la decisione di investimento; il nesso di causalità giuridica deve intercorrere tra la decisione di investimento ed il pregiudizio patrimoniale lamentato dall'investitore²⁹⁴. Ai fini dell'affermazione della responsabilità aquiliana in capo al danneggiante è necessario che la vittima del danno fornisca la prova di entrambe le componenti, che insieme

²⁹⁴ Cfr. PROSPERETTI L., *op. cit.*, p. 455: «due nessi causali potenzialmente rilevanti, ovvero quello tra *rating* e prezzo, e quello tra prezzo d'acquisto e danno».

concorrono a definire il nesso di causalità nel suo complesso.

L'onere della prova del nesso di causalità, così come l'onere di provare la sussistenza dell'elemento soggettivo in capo all'agenzia-presunta danneggiante, incombe in capo all'investitore-danneggiato e rappresenta uno degli ostacoli più insidiosi per l'investitore che miri ad ottenere il risarcimento del danno a titolo di responsabilità aquiliana. Nel presente paragrafo si tratterà del nesso di causalità materiale, mentre la trattazione relativa al nesso di causalità giuridica verrà svolta nel paragrafo successivo.

Il nesso di causalità materiale è quel nesso che lega il fatto all'evento. Nel caso di specie, l'investitore dovrà dimostrare che tra il fatto della diffusione di un *rating* non corretto o il mancato puntuale e tempestivo aggiornamento del *rating* già emesso e l'evento consistente nella decisione di investire, mantenere o disinvestire relativamente ai prodotti oggetto di *rating* sussiste un rapporto eziologico²⁹⁵. In altri termini, si tratta di fornire la prova che l'informazione inesatta ha ingenerato nell'informato un affidamento (*reliance*) che l'ha spinto ad assumere una determinata decisione²⁹⁶.

²⁹⁵ FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 189 nota che «[l']onere probatorio è il medesimo che incombe sull'investitore allorché lamenti la responsabilità dell'intermediario per violazione degli obblighi informativi: anche in questa ipotesi – ai fini del sorgere della responsabilità – l'investitore deve dimostrare che una informazione corretta lo avrebbe dissuaso dal compiere l'operazione ovvero lo avrebbe condotto ad una scelta di investimento diversa». Cfr. altresì SCARONI C., *op. cit.*, p. 815.

²⁹⁶ Cfr. GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 255: «Nella tradizione dell'illecito civile, sia continentale che di *common law*, il criterio di selezione per

Occorre, dunque, stabilire se ed in quali termini la falsa informazione (*sub specie* di *rating* inesatto) abbia inciso sul processo di formazione della volontà dell'investitore: se si dimostra che in presenza di un *rating* corretto l'investitore avrebbe assunto una decisione diversa rispetto a quella storicamente presa, allora potrà dirsi provato il nesso causale.

Appare subito evidente la difficoltà per l'investitore di provare il legame eziologico tra la diffusione di una notizia (anche se qualificata) inesatta e la determinazione soggettivamente assunta²⁹⁷. Si tratta, infatti, di dimostrare che la decisione di investimento, mantenimento o disinvestimento è stata determinata (in tutto o in parte) dalla diffusione di un determinato *rating* o dal mancato tempestivo aggiornamento del *rating* già emesso.

Può, in taluni casi, soccorrere il meccanismo delle presunzioni. L'investitore, in particolare, potrà far ricorso

ricondurre il danno patrimoniale all'informazione inesatta è l'affidamento (*reliance*). L'affidamento individua il nesso di causa tra l'atto e l'evento. Tale criterio di selezione consente di escludere dall'area del danno risarcibile le informazioni non veritiere sulle quali il contraente non ha comunque fatto affidamento per determinarsi a stipulare il contratto o per determinarsi a stipulare a quelle determinate condizioni».

²⁹⁷ Secondo MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.* 2008, 7, pp. 635 ss. «[l]'ipotesi di far ricadere sui singoli investitori la dimostrazione che il comportamento dell'agenzia è stata causa immediata e diretta del pregiudizio patrimoniale subito, infatti, assumerebbe i veri e propri contorni di una *probatio diabolica*. L'applicazione del principio della causalità efficiente, invece, comporta un'indiscriminata estensione della responsabilità dell'intermediario, dal momento che l'inesatta e/o la tardiva informazione proveniente dal rater rappresenterebbe sempre la *condicio sine qua non* dei danni provocati agli utenti».

alle presunzioni semplici (*iuris tantum*) ex art. 2729 cod. civ., che come tali ammettono la prova contraria, prova che dovrà essere fornita dall'agenzia di *rating* convenuta. In base a tale meccanismo, l'investitore potrà assumere come normale e corrispondente a regolarità causale che non si sarebbe determinato ad effettuare quella scelta di investimento ove non vi fosse stata l'erronea valutazione sulla solvibilità dell'emittente; il nesso di causalità sarebbe, dunque, *in re ipsa*²⁹⁸. Ad esempio, se si tratta di investitore con una bassa propensione al rischio, testimoniata dallo storico dei suoi investimenti (analizzando il suo portafoglio finanziario emerge che quel soggetto detiene ed ha sempre detenuto soltanto titoli valutati come altamente affidabili, con bassissimo rischio di credito e rendimento non elevato), può ragionevolmente presumersi che lo stesso non avrebbe acquistato determinati prodotti finanziari ove il loro *rating* non fosse stato così alto²⁹⁹; risulta così dimostrato, attraverso il

²⁹⁸ FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., che aggiunge: «Tale assunto non pare superabile dalle formule che generalmente accompagnano il rilascio del *rating*, al fine di sottolineare che il “*rating* assegnato non rappresenta una raccomandazione ad acquistare, vendere o detenere titoli”, oppure che il *rating* è assegnato “in base al presupposto e al sottinteso che ciascun investitore farà le proprie ricerche e valuterà autonomamente ciascun titolo di cui prenda in esame la compravendita o la detenzione”. Siffatte enunciazioni appaiono generiche ed indeterminate e, pertanto, di stile e non idonee a confutare il ruolo fondamentale che il *rating* svolge nel processo decisionale del risparmiatore, ai fini della scelta di investimento» (p. 190); ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 922.

²⁹⁹ Cfr., a proposito della responsabilità extracontrattuale dell'intermediario-*manager* nei confronti dell'investitore, PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, p. 789: «occorrerebbe, da parte

ricorso al meccanismo presuntivo, che la scelta di investimento di quel soggetto è causalmente collegata alla diffusione di un determinato *rating*³⁰⁰. Ancora, potrà farsi ricorso all'art. 2729 cod. civ. nei casi più macroscopici di insolvenza dell'emittente³⁰¹.

Ma un'ulteriore considerazione può venire in soccorso dell'investitore. Se è vero che il giudizio di *rating* viene incorporato nel prezzo al quale il prodotto viene collocato

dell'investitore, una precisa prova del nesso di causalità fra negligenza del *manager* (nei suoi vari significati) e danno da lui sofferto. Le cose, tuttavia, non stanno così. Intanto, l'investitore, nella fattispecie qui oggetto di esame, è comunque legato contrattualmente ad un altro intermediario, sicché una serie di circostanze dovrebbero emergere nell'ambito dei documenti contrattuali sottoscritti (propensione all'elevato grado di rischio degli investimenti; pregresse esperienze e profilo personale dell'investitore; rifiuto consapevole di fornire informazioni su tutto ciò) e potrebbero allora essere dimostrate in giudizio mercé la produzione dei testi contrattuali e dei relativi allegati (produzione spontanea da parte dell'investitore, perché necessaria per provare contratto, investimento e danno; produzione da parte dell'intermediario *manager* convenuto, quando ad esso i documenti siano stati consegnati in copia, stragiudizialmente, dall'intermediario operante sul *retail*; produzione agli esiti di un ordine rivolto, *ex artt.* 210 e 212 c.p.c., a quest'ultimo intermediario od all'investitore attore)».

³⁰⁰ Ma secondo SCARONI C., *op. cit.*, p. 799, nt. 66, «[l]'influenza che il giudizio di *rating* ha, in concreto, sulle scelte degli investitori va dimostrata caso per caso dal momento che alcuni studi, anche della Consob, hanno messo in luce che gli interventi delle agenzie di *rating* hanno generalmente un impatto informativo modesto sul mercato borsistico italiano e la loro ridotta influenza è valutabile sotto il profilo statistico solo per i *downgrade*, o i *CreditWatch/negative*».

³⁰¹ SCARONI C., *op. cit.*, p. 815; FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 189-190.

(mercato primario) o successivamente scambiato (mercato secondario), determinando un suo aumento o una sua diminuzione, può allora presumersi (*ex art. 2729 cod. civ.*) che l'investitore abbia acquistato (ovvero ceduto o mantenuto) quel determinato prodotto in quanto dotato di un certo *rating*³⁰². Sembra, infatti, plausibile affermare che l'investitore, il quale abbia acquistato titoli pagando un prezzo elevato ed a fronte di una promessa di remunerazione (*i.e.* rendimento, corrisposto sotto forma di tassi di interesse) non particolarmente elevata, abbia basato la propria decisione di investimento sull'elevato merito creditizio dell'emittente e/o dell'emissione, trattandosi ad esempio di soggetto con una bassa propensione al rischio³⁰³. In questo caso il legame eziologico non è diretto

³⁰² Cfr. GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., pp. 1459-1460: «Il comportamento dell'investitore ipotetico, cui raffrontare la condotta tenuta in concreto, va ricostruito sulla base dell'andamento sul mercato dei prezzi (o dei tassi di interesse) dei titoli di debito. L'oscillazione del prezzo di un titolo in corrispondenza dell'emissione di un determinato *rating* rappresenterebbe una buona misura di quale sarebbe la scelta di investimento dell'investitore ipotetico. Se il prezzo scende (ovvero il tasso di interesse sale) vuol dire che l'investitore medio disinveste; se il prezzo sale (ovvero il tasso di interesse scende) vuol dire che l'investitore medio investe».

³⁰³ Cfr. PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, p. 763: «qualunque investitore, che non sia del tutto sprovvisto, conosce l'esistenza di una fondamentale legge economica: più alti sono i profitti promessi (ed attesi) da una certa tipologia di investimento finanziario, più alto è il connesso rischio di perdite. E, d'altra parte, il mercato offre costantemente diverse alternative, con un graduale tasso di rischio. In linea generale, dunque, se non vi sono distorsioni, un risparmiatore che sceglie un titolo con profitti attesi più elevati della media, sa e deve sapere che corre altresì un rischio di perdita più elevato della media».

tra il *rating* e la decisione di investimento, ma è mediato dall'incorporazione della informazione contenuta nel *rating* nel prezzo al quale i titoli vengono scambiati: il *rating* (a) → influisce sul prezzo dei prodotti finanziari (b) → che a sua volta influisce sulla decisione di investimento (c), *i.e.* (applicando quella che in matematica è conosciuta come relazione o proprietà transitiva) il *rating* (a) → influisce sulla decisione di investimento (c). L'investitore dovrà allora dimostrare che il *rating* ha influito sul prezzo dei titoli, ma anche questa prova potrà (presumibilmente) essere fornita dimostrando la relazione normalmente intercorrente tra il classamento del merito creditizio e le variazioni dei prezzi sui mercati finanziari. Si tratta, in ogni caso, di presunzioni relative, che possono essere vinte dall'agenzia di *rating*-presunta danneggiante fornendo la prova contraria che i) o il *rating* non ha inciso sul prezzo del titolo (in quanto il prezzo del titolo non ha subito variazioni a seguito della diffusione del *rating*), oppure che ii) l'investitore si è determinato ad acquistare quel determinato titolo per ragioni diverse dal prezzo (ad esempio, per acquistare una posizione di controllo all'interno della società emittente)³⁰⁴.

³⁰⁴ In generale, in tema di danni da informazione non corretta sul mercato finanziario, cfr. BRUNO S., *op. cit.*, p. 1331: «Si può affermare che l'attore (...) non dovrà dimostrare di avere prestato affidamento su una particolare dichiarazione falsa o ingannevole o imprecisa, non dovrà dimostrare cioè di averla letta e tenuta in considerazione nella decisione circa l'investimento o il disinvestimento, o di conoscerla. La prova della sussistenza del nesso di causalità può desumersi automaticamente dal prezzo di mercato degli strumenti finanziari rilevanti: è il mercato che dimostra se la diffusione di certe informazioni ha avuto un riflesso sul prezzo degli strumenti finanziari di volta in volta interessati; è attraverso il mercato che può valutarsi se è sussistita una materiale

Ulteriore problema che si pone per l'investitore è quello di dimostrare che l'affidamento riposto sul *rating* era ragionevole. In passato la dimostrazione appariva piuttosto agevole. Gli investitori potevano, infatti, richiamare quella giurisprudenza che in numerose occasioni ha affermato che il *rating* del credito costituisce elemento capace di condizionare in modo rilevante le scelte di investimento, tanto che in diverse occasioni i giudici hanno statuito che la mancata comunicazione del *rating* all'investitore costituisce la violazione di uno dei più elementari obblighi informativi da parte dell'intermediario finanziario³⁰⁵. Riprendendo quanto già

influenza da parte delle informazioni inesatte o dal loro mancato aggiornamento. Cosicché (passo logico successivo) deve reputarsi certo che se le informazioni rilevanti fossero state corrette, il prezzo di mercato sarebbe stato diverso e l'investitore non avrebbe subito alcun danno dalle operazioni di acquisto, sottoscrizione, cessione, oppure non avrebbe posto in essere alcuna di queste operazioni. (...) Siccome la sua [dell'investitore: ndr] conoscenza delle informazioni è irrilevante (in quanto il prezzo di mercato si stabilizza a prescindere da essa e comunque già riflette le informazioni diffuse) è irrilevante pure la prova di un collegamento tra la sua conoscenza delle informazioni ed il danno. Il fatto illecito è costituito dalla diffusione delle informazioni inesatte cui è da collegarsi automaticamente e presuntivamente il prezzo di mercato dei titoli, la cui corresponsione (o il cui incasso) integra il danno (rispettivamente per investimento e disinvestimento) ». Ma, precisa l'A., che a suo avviso «[i]l rapporto di causalità (...) può presumersi rispetto alle sole operazioni di investimento (sia sottoscrizione che acquisto) e disinvestimento di strumenti finanziari quotati. Per quanto riguarda gli strumenti finanziari non quotati (ad esempio, quelli diffusi) non essendoci un prezzo di mercato oggettivamente e tempestivamente accertabile, la presunzione non può operare» (p. 1333).

³⁰⁵ Cfr. Tribunale Catania, 5 maggio 2006, in *Diritto e pratica delle società* 2007, 2, 76: «L'intermediario finanziario, in qualità di

operatore qualificato, ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico né approssimativo la natura dell'investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di "rating", trattandosi di un dato che costituisce fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore, che la banca è normalmente in grado di conoscere, essendo comunque obbligata ad acquisire tali informazioni in base all'art. 26 comma 1, lett. e), reg. Consob»; Tribunale Cagliari, 2 gennaio 2006, n. 43, in *Resp. civ. e prev.* 2007, 4, 911 (s.m.) (nota di FACCI): «Non può porre in essere una decisione consapevole l'investitore al quale vengano taciute informazioni quali la destinazione dei prodotti negoziati a soggetti istituzionali, l'assenza di prospetto informativo e di rating nonché i dati (che l'intermediario aveva il dovere di acquisire e conoscere) sulla situazione di indebitamento dell'emittente»; Tribunale Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Resp. civ. e prev.* 2007, 4, 911 (s.m.) (nota di FACCI): «Non assolve ai propri doveri informativi la banca che si limiti a classificare come inadeguata l'operazione senza fornire alcuna indicazione circa il rating accordato alle obbligazioni argentine dalle maggiori agenzie (Moody's, Standard & Poor's, Fitch), rating che, nel 1998, era "BB+" ridotto poi a "BB" ed ancora a "B+" (già nel 1998 pertanto tali titoli erano inseriti nelle categorie speculative, quando le obbligazioni degli Stati considerati sicuri si inserivano in valutazione "AA" o "A"). Il rating costituisce sicuramente un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata comunicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi».

FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 190 rileva che «[s]arebbe (...) contraddittorio ravvisare l'esistenza di un nesso causale tra la mancata comunicazione del *rating* da parte dell'intermediario e la scelta d'investimento e negare, invece, il rapporto nell'ipotesi di *rating* erroneo, rilasciato dall'agenzia. In altre parole, la finalità del rating, volta a consentire ai risparmiatori scelte maggiormente consapevoli, agevola il ricorso alle presunzioni, consentendo di fondare una presunzione semplice di causalità efficiente e di ipotizzare la sussistenza di un nesso causale "tipizzato" tra il fatto

affermato in dottrina, «sarebbe alquanto contraddittorio sostenere che l'intermediario venga meno ai propri doveri di informazione allorché non comunichi il rating e poi non prevedere alcuna conseguenza per le agenzie quando il giudizio assegnato risulti errato»³⁰⁶. Attualmente, a seguito dell'emanazione del Regolamento UE n. 462/2013, l'affermazione della ragionevolezza dell'affidamento riposto sul *rating* potrebbe risultare non così semplice da dimostrare. Si ricorda, infatti, che il Regolamento UE n. 462/2013 ha, tra i suoi obiettivi, quello di ridurre l'affidamento riposto sul *rating*³⁰⁷, sicchè colui che

doloso o colposo dell'agenzia ed il pregiudizio subito dal terzo». Cfr. altresì PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 151: «Ovviamente l'investitore dovrà provare questo effettivo nesso causale tra *rating* elevato e conclusione del contratto, che però nel contesto italiano sembra *prima facie* meno arduo che nell'ordinamento americano. Infatti, oltre alle svariate norme che, imponendo una divulgazione presso il pubblico di informazioni finanziarie corrette ed obiettive, sembrano implicitamente insistere sul doveroso carattere di affidabilità delle medesime, la giurisprudenza stessa ha in diverse sue pronunce considerato il *rating* un parametro indispensabile nella valutazione dello strumento finanziario da collocare, includendolo nell'informativa che gli intermediari sono obbligatoriamente tenuti a dare alle proprie controparti contrattuali ».

³⁰⁶ FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 913.

Così anche SANNA P., *op. cit.*, p. 164: «L'illustrata finalità "para istituzionale" del *rating* agevola (...) il ricorso al meccanismo presuntivo, così chè il nesso eziologico tra l'emanazione di un *rating* erroneo, l'investimento effettuato ed il danno subito dall'investitore a causa dell'insolvenza dell'emittente, potrà ritenersi *in re ipsa* (...) mentre spetterà all'agenzia provare l'intervento di fatti idonei a spezzarlo».

³⁰⁷ Cfr. capitolo III, sezione II, § 4.3.

domandi il risarcimento del pregiudizio subito a causa della diffusione di una valutazione inesatta dovrà dimostrare che l'affidamento riposto sul *rating* era ragionevole³⁰⁸.

Un'ultimo cenno merita, infine, la questione della validità temporale dei giudizi di *rating*. È stato posto in evidenza come le valutazioni emesse dalle agenzie di *rating* sulla affidabilità creditizia di emittenti e/o omissioni influenzino il mercato, determinando variazioni nel prezzo dei titoli, solo per un certo periodo di tempo dopo la loro diffusione; trascorso tale periodo (che si presume non particolarmente lungo) gli effetti dei giudizi di *rating* verrebbero metabolizzati dal mercato e riassorbiti nelle successive variazioni di prezzo, sicché gli effetti determinati dalla diffusione della dichiarazione erronea dell'agenzia di *rating* diventerebbero irrilevanti, con la conseguenza che l'investitore non potrà affermare che l'affidamento riposto sul *rating*, poi rivelatasi errato, sia stato causa determinante della sua decisione di investimento³⁰⁹. Certamente coloro che hanno operato (o si sono astenuti dall'operare) prima della diffusione del *rating* inesatto nulla potranno pretendere dal *rater* che abbia emesso una valutazione non corretta, giacché la loro decisione (qualunque essa sia), essendo anteriore alla diffusione della informazione inesatta, non può dirsi alla stessa eziologicamente collegata³¹⁰; gli stessi potranno,

³⁰⁸ Per ulteriori approfondimenti si rinvia alla successiva sezione IV, § 2.1.

³⁰⁹ SCARONI C., *op. cit.*, p. 817. Cfr. altresì MAZZONI A., *op. cit.*, p. 251 ss., il quale suggerisce anche in che modo si possa ovviare al problema applicativo di come determinare la durata (breve) del periodo durante il quale il mercato è viziato dalla metabolizzazione della dichiarazione falsa (p. 253).

³¹⁰ Cfr. SCARONI C., *op. cit.*, p. 817.

però, domandare il risarcimento del danno patito nel caso in cui la diffusione del *rating* inesatto abbia inciso sulla loro situazione patrimoniale attuale, determinandone un peggioramento (ad esempio perché, a seguito della diffusione della valutazione non corretta, i titoli posseduti hanno subito un deprezzamento).

Quanto alla valenza temporalmente limitata dei giudizi di *rating* al fine di dimostrare la sussistenza/l'insussistenza del nesso causale tra la diffusione dell'informazione errata ed il danno patito dall'investitore, si ritiene si debba operare un distinguo. La predetta affermazione è sottoscrivibile con riguardo al prezzo al quale lo strumento finanziario viene scambiato sui mercati finanziari: la diffusione di un *rating* può influenzare (ed, anzi, generalmente influenza) la quotazione dell'entità valutata, ma se tra l'emissione del giudizio e la decisione dell'investitore trascorre molto tempo è plausibile che il mercato abbia nel frattempo metabolizzato l'informazione ricevuta ed, eventualmente, riallineato la quotazione in modo più consono alla reale situazione finanziaria dell'entità valutata.

Qualche dubbio sorge, invece, con riferimento alle decisioni di investimento che gli investitori assumono direttamente sulla base del *rating* ottenuto dal prodotto. In questo caso, difatti, non sembra corretto affermare che la decisione di investimento non possa più considerarsi causalmente collegata alla diffusione di una determinata valutazione soltanto perché tale giudizio è stato emesso in un momento non particolarmente vicino nel tempo alla (se non, addirittura, a ridosso della) scelta di investimento. Si consideri, infatti, che grava sull'agenzia di *rating* l'obbligo di monitorare i *rating* emessi: qualora nuove circostanze sopravvenute lo richiedano, l'agenzia di *rating* deve inserire le valutazioni già emesse nella lista dei

creditwatch oppure, se già disponga di dati sufficienti, deve modificarle (sia in senso più favorevole che più sfavorevole) in modo corrispondente alla nuova situazione creditizia dell'entità valutata; al limite, quando le informazioni non siano sufficienti oppure l'agenzia non voglia sopportare i costi del monitoraggio, il *rating* deve essere ritirato. Il *rating*, dunque, è un giudizio emesso *rebus sic stantibus*, che deve essere controllato nel tempo ed, eventualmente, aggiornato, in modo da essere sempre conforme alla situazione creditizia dell'oggetto della valutazione. Si può, allora, ragionevolmente affermare che la decisione assunta dall'investitore (soprattutto quello non professionale, le cui conoscenze e le cui risorse sono limitate) facendo affidamento sul *rating* del prodotto sia causalmente collegata proprio all'attribuzione, ed al mantenimento, di quel determinato *rating*; se il *rating* non viene inserito nella lista dei *creditwatch*, se non viene modificato, né viene ritirato, si può presumere che l'affidabilità creditizia dell'entità valutata non abbia subito variazioni di rilievo.

3.1.4. L'evento di danno e la sua quantificazione

Una volta dimostrato il nesso intercorrente tra la diffusione del *rating* errato e le scelte di investimento del soggetto danneggiato occorre domandarsi quale sia il danno risarcibile.

Anche in tal caso, come nell'ipotesi già esaminata di responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'investitore, il danno lamentato dall'investitore-danneggiato sarà di tipo patrimoniale e dovrà essere liquidato dal giudice secondo le regole generali di cui agli artt. 1223, 1226 e 1227 cod. civ.,

richiamati in sede di responsabilità extracontrattuale ad opera dell'art. 2056 cod. civ.. Non trova, invece, applicazione in sede aquiliana la norma di cui all'art. 1225 cod. civ., non richiamata dall'art. 2056 cod. civ.. Il mancato richiamo all'art. 1225 cod. civ. comporta che il danneggiante (*i.e.* l'agenzia di *rating*) sarà tenuto a risarcire non soltanto i danni che erano prevedibili al momento della commissione dell'illecito, ma anche i danni che non erano prevedibili ma che comunque si sono prodotti (purchè causalmente collegati al fatto del danneggiante)³¹¹.

Per quanto riguarda le norme di cui agli artt. 1223, 1226 e 1227 cod. civ. si richiamano le considerazioni già svolte *supra*, nel paragrafo 2.2.

Qualche riflessione a parte merita il danno conseguente alla c.d. lesione negativa della libertà contrattuale. In caso di responsabilità contrattuale, il contraente inadempiente è tenuto a risarcire il c.d. interesse positivo, ossia l'interesse corrispondente al vantaggio che la controparte delusa avrebbe conseguito laddove il contratto fosse stato (esattamente) adempiuto. *Quid iuris*

³¹¹ Cfr. CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 652: «L'art. 1225 c.c., non espressamente richiamato dall'art. 2056 c.c., non è applicabile in materia di responsabilità aquiliana. Ciò si spiega in considerazione del fatto che la norma di cui all'art. 1225 c.c. ancora la prevedibilità al momento in cui è sorta l'obbligazione ed è chiaramente basata sul presupposto che vi sia un lasso temporale intercorrente tra il momento in cui il soggetto si vincola e quello in cui tiene il comportamento dannoso (violando il vincolo). Ebbene nella materia aquiliana di regola non esiste questo spazio temporale: il vincolo nasce con la condotta illecita ed a seguito della stessa (interferenza occasionale), senza che esista un periodo in cui si valutino i rischi economici a cui si è esposti per via del rapporto obbligatorio».

nel caso di responsabilità extracontrattuale? Calando il quesito nella materia in esame, ci si domanda se l'investitore danneggiato, che facendo affidamento sul *rating* sfavorevole ma inesatto assegnato ad un certo emittente e/o ad una determinata emissione, si sia determinato a non investire in un certo prodotto, potrà domandare, ed entro quali limiti, all'agenzia di *rating* il risarcimento del danno subito a causa del mancato investimento (che, contrariamente alle previsioni dell'agenzia, si sarebbe rivelato profittevole per l'investitore). Potrà l'investitore chiedere il c.d. interesse positivo, o dovrà accontentarsi di ottenere il risarcimento nei soli limiti del c.d. interesse negativo (comprendente la perdita di occasioni alternative favorevoli ed il danno emergente, consistente nelle spese inutilmente sopportate per la trattativa non andata a buon fine)? A parte l'evidente difficoltà che in tal caso l'investitore incontrerebbe nel dimostrare il nesso di causalità tra l'emissione di un *rating* inesatto e la sua scelta di non investire in determinati strumenti che sarebbero altrimenti stati nei suoi piani di investimento, sembra dubbio che l'investitore possa domandare un risarcimento che vada oltre l'interesse meramente negativo. Questo perché autorevole dottrina³¹²

³¹² GALGANO F., *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, cit., pp. 12-14: «Ci si può domandare a questo punto se sia suscettibile di tutela aquiliana anche la lesione negativa della libertà contrattuale: se le false informazioni siano fonte di responsabilità da fatto illecito, oltre che nell'ipotesi in cui inducano a concludere un contratto che altrimenti non si sarebbe concluso, anche in quella nella quale abbiano dissuaso dal concludere un contratto che altrimenti non si sarebbe concluso. (...) Si può anche supporre che a dolersi del danno siano, quando le false notizie riguardino le vicende di una società, coloro che abbiano interrotto le trattative per l'acquisto dei relativi titoli azionari, e gli esempi di questo genere possono

ha messo in luce come le norme che tutelano l'interesse a contrarre, ossia quelle di cui agli artt. 1338 e 1398 cod. civ., prevedono il risarcimento del solo interesse negativo, «[s]icché il risultato cui il mancato contraente può approdare è alquanto modesto: egli potrà solo lamentare la lesione, ad opera del terzo, dell'interesse contrattuale negativo, e ottenere il risarcimento dei danni subiti per avere intrattenuto la non fruttuosa trattativa, non già del pregiudizio arrecatogli dalla mancata conclusione dell'affare. Sarebbe altrimenti incongruo attribuirgli, nei

moltiplicarsi. Neppure qui la soluzione può essere fatta direttamente discendere da generalissimi principi, quale il principio di libertà contrattuale, e della generica considerazione che la libertà contrattuale è, in sé considerata, sia libertà di contrarre, sia libertà di non contrarre. Alla libertà contrattuale non si potrà fare capo prima di avere determinato, alla stregua dell'ordinamento giuridico, quali ne siano i contenuti ed i limiti di protezione. Su questo terreno si rivelerà non sufficientemente indicativo l'art. 1439 c.c., che offre tutela contro l'inganno, della controparte o del terzo, che induce a contrarre, e non anche contro l'inganno che induce a non contrarre. Esso protegge l'interesse a non contrarre; non prende in considerazione l'interesse a contrarre. Si dovrà, invece, fare capo alle norme che proteggono quest'ultimo interesse, come quelle degli artt. 1338 e 1398 c.c. L'interesse tutelato è qui l'interesse a contrarre validamente e, dunque, proprio l'interesse a contrarre, leso dalla reticenza della controparte (art. 1338) o dal contegno del *falsus procurator* (art. 1398): il danno risarcibile è, come si sa, il cosiddetto interesse contrattuale negativo. Non si potrà, ovviamente, immaginare che fra le parti della trattativa si ponga in essere un inganno che induca a non contrarre (diverso è il caso della cosiddetta trattativa maliziosa, intrattenuta per scopi diversi dalla conclusione del contratto): un simile inganno non può provenire che da un terzo. E tuttavia l'inganno del terzo, che impedisca ad una delle parti la vantaggiosa conclusione di una trattativa, nessun altro interesse giuridicamente meritevole di tutela avrà leso se non l'interesse protetto dalle norme ora richiamate».

confronti del terzo, diritti maggiori di quanti gliene spettano nei confronti dell'altro contraente»^{313 314}.

3.2. La responsabilità da contatto sociale qualificato nei confronti degli investitori

Il paradigma della responsabilità aquiliana, pur offrendo una prima tutela agli investitori danneggiati dall'emissione di un *rating* non corretto, presenta tuttavia serie difficoltà nel suo concreto utilizzo, le più importanti delle quali si è visto essere la prova, incombente in capo all'investitore-danneggiato, dell'esistenza del nesso causale e quella dell'esistenza dell'elemento soggettivo in capo al *rater* danneggiante. Tali problemi, invece, non si presentano ove trovi applicazione il modello della responsabilità contrattuale, in base al quale il creditore deluso dalla sua controparte contrattuale, oltre a giovare di un onere della prova più snello ed agevole, beneficia altresì di un più lungo termine di prescrizione.

Parte della dottrina ha avanzato l'ipotesi che la responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi

³¹³ GALGANO F., *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, cit., p. 14. Non va tuttavia dimenticato che non è affatto detto che «il danno risarcibile a titolo di interesse negativo non possa essere anche superiore all'interesse positivo. Senza contare, inoltre, che talvolta l'interesse negativo può coincidere con quello positivo, come ad esempio allorché a causa della rottura ingiustificata delle trattative si sia persa l'opportunità di concludere un contratto alternativo oppure la possibilità stessa di cercare opportunità alternative di guadagno» (FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009, p. 79).

³¹⁴ Ancora sulla quantificazione del danno si veda MAZZONI A., *op. cit.*, pp. 253-254.

investitori per i danni loro cagionati dall'emissione di giudizi erronei possa essere ricondotta nell'alveo della responsabilità da contatto sociale qualificato, con la conseguente applicazione della disciplina della responsabilità contrattuale³¹⁵. Le ragioni di tale impostazione sono facilmente comprensibili: il regime della responsabilità contrattuale presenta, rispetto a quello della responsabilità aquiliana, numerosi vantaggi per l'investitore-danneggiato. Si pensi, in primo luogo, al più lungo termine prescrizione: mentre l'azione per il risarcimento del danno extracontrattuale si prescrive ordinariamente nel termine di 5 anni (art. 2947 cod. civ.), l'azione per il risarcimento da danno contrattuale si prescrive invece nel più lungo termine di 10 anni (art. 2946 cod. civ.). Ma il profilo di maggiore interesse, sul quale pare giocarsi la possibilità di una tutela effettiva per gli investitori, concerne il profilo della ripartizione dell'onere probatorio, che risulta notevolmente più gravoso per l'attore ove lo stesso lamenti una lesione conseguente ad un fatto integrante un illecito aquiliano piuttosto che un danno conseguente ad un inadempimento contrattuale. Ove, difatti, l'attore esperisca l'azione di responsabilità aquiliana lo stesso avrà l'onere di dare prova, oltre che dell'esistenza del danno e del rapporto eziologico tra il fatto ed il danno, anche della sussistenza

³¹⁵ Sono favorevoli all'applicazione della responsabilità da contatto sociale alle agenzie di *rating* ROSSANO D., *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2012, 1, pp. 24 s.; SCARONI C., *op. cit.*, pp. 822 ss.; FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, *cit.*, pp. 176 ss. e 197 ss.; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ. e prev.* 2008, p. 638; MAZZONI A., *op. cit.*, p. 228.

dell'elemento soggettivo (dolo o colpa) in capo all'autore dell'illecito: dimostrazione che, in concreto, può risultare estremamente difficoltosa. Ove, invece, l'attore esperisca l'azione di responsabilità contrattuale, lo stesso avrà l'onere di allegare l'inadempimento del debitore e di dimostrare l'esistenza del titolo da cui deriva l'obbligazione, mentre incomberà in capo al convenuto-debitore fornire la prova che l'obbligazione è stata adempiuta o si è estinta per altro motivo.

Chiariti i vantaggi che deriverebbero all'investitore dall'applicazione del (per lui) più favorevole regime della responsabilità contrattuale, resta però da stabilire se esso possa effettivamente operare nell'ipotesi qui considerata, ovvero il danno cagionato ai terzi investitori dall'agenzia di *rating* in conseguenza della diffusione di informazioni inesatte, *sub specie* di *rating* erronei, nel caso in cui tra l'agenzia e l'investitore non sussista alcun vincolo contrattuale.

Appare certo evidente che la disciplina della responsabilità contrattuale non potrà trovare accoglimento *sic et simpliciter*, presupponendo la stessa l'esistenza di un precedente vincolo negoziale tra le parti; vincolo che, nella specie, non sussiste. Si è allora affacciata in dottrina l'ipotesi di applicare nel caso in esame la responsabilità c.d. da contatto sociale qualificato, che, pur non configurando un'ipotesi di responsabilità contrattuale vera e propria, mutua da essa la relativa disciplina.

La responsabilità da contatto sociale qualificato³¹⁶, si ricorda, è un istituto di creazione dottrinale e giurisprudenziale, che raccoglie una serie di ipotesi di

³¹⁶ Sulla responsabilità da contatto sociale qualificato si v., tra i molti, SANTORO A., *op. cit.*, 2012.

danno che si collocano a metà strada tra il contratto ed il torto³¹⁷.

Seguendo tale impostazione, ipotesi di responsabilità che, secondo la concezione tradizionale, verrebbero inquadrare nel paradigma della responsabilità aquiliana *ex art. 2043 cod. civ.* trasmigrano nella sfera della responsabilità contrattuale in virtù della preesistenza (non di un vero e proprio contratto, bensì) di un rapporto (un contatto sociale qualificato) tra i soggetti. Si tratta, perciò, pur sempre di un'ipotesi di responsabilità da inadempimento di un'obbligazione preesistente: in presenza di un contatto qualificato (che, seppur non integri un vero e proprio vincolo contrattuale, è tuttavia sintomatico della sussistenza di un rapporto tra le parti preesistente alla produzione del danno), la disciplina applicabile sarà quella della responsabilità contrattuale e non più quella dell'illecito aquiliano (c.d. responsabilità del passante o del chiunque).

La dottrina favorevole a ricondurre la fattispecie di responsabilità in esame nell'alveo della responsabilità da contatto sociale fa perno sull'indubbio carattere professionale dell'attività svolta dalle agenzie di *rating*. La responsabilità da contatto ha, difatti, trovato generalmente applicazione in riferimento ad ipotesi di responsabilità professionale; in particolare, «[n]ella pronuncia della S.C. n. 589 del 1999, in cui è stata applicata, per la prima volta, la responsabilità da contatto sociale per il medico dipendente, si sottolinea come tale ricostruzione potrebbe essere adottata per ogni “operatore di una professione cd.

³¹⁷ Cfr. CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, 3^a ed., Giuffrè, Milano, 2006, pp. 443 ss..

protetta”»³¹⁸. Ora, pur essendo «di tutta evidenza che le agenzie di *rating* esulano dall’ambito delle tradizionali professioni protette, tenuto conto tra l’altro che l’attività degli analisti finanziari è una professione libera; tuttavia è indubbio che le agenzie possiedono uno *status* particolare che genera un notevole affidamento nei terzi sulla corretta esecuzione della prestazione»³¹⁹. Si consideri, inoltre, che, pur non essendo quella degli analisti finanziari una professione protetta, potendo gli stessi svolgere liberamente la propria attività senza necessità di iscriversi ad alcun albo, gli unici *rating* che possono essere utilizzati a fini regolamentari sono, negli Stati Uniti, quelli rilasciati da agenzie di *rating* che abbiano ottenuto la qualifica di NRSRO e, nell’Unione Europea, quelli rilasciati da agenzie di *rating* registrate ai sensi del Regolamento CE n. 1060/2009 ss.mm.³²⁰. Ed in dottrina vi è chi ha fatto perno

³¹⁸ FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 177.

³¹⁹ FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 177, che spiega l’affidamento ingenerato dallo *status* delle agenzie nei confronti dei terzi sulla base non solo del «carattere fortemente oligopolistico dell’industria del *rating*, ma anche [del] fatto che la sopravvivenza di un’agenzia (...) dipende proprio dalla reputazione che si è conquistata sul mercato per l’attendibilità e l’affidabilità del suo operare; senza contare, poi, il ruolo istituzionale delle agenzie di *rating*, in considerazione della crescente importanza del mercato delle obbligazioni private e del fatto che, ai giudizi delle agenzie, è riconosciuto un sempre più esteso riconoscimento all’interno delle regolamentazioni, oltre che della prassi, dei mercati finanziari».

³²⁰ Cfr. SCARONI C., *op. cit.*, p. 824: «le agenzie di *rating* registrate ai sensi del Regolamento Comunitario possono senz’altro essere considerate appartenenti ad un categoria professionale “protetta”, posto che a loro è riservata l’emissione di *rating* a fini regolamentari e che sono iscritte ad un apposito albo. E, infatti, il

sulla distinzione tra agenzie di *rating* del credito non registrate, i cui *rating* non vengono utilizzati a fini regolamentari, ed agenzie di *rating* del credito registrate, i cui *rating* vengono utilizzati a fini regolamentari, per individuare un diverso regime di responsabilità: extracontrattuale, nella prima ipotesi, contrattuale da contatto sociale, nella seconda ipotesi³²¹.

Regolamento, prevedendo una procedura di registrazione a dimensione pubblica (nazionale/comunitaria) nonché un sistema di controllo preventivo e successivo circa la sussistenza dei requisiti richiesti per la registrazione da parte di autorità di vigilanza pubbliche, contribuisce senz'altro ad assegnare alle agenzie uno *status* soggettivo qualificato. Detto *status* genera un logico e legittimo affidamento da parte del mercato in merito al loro operato».

³²¹ Cfr. SCARONI C., *op. cit.*, pp. 831-832: «Tale forma di responsabilità [responsabilità extracontrattuale: ndr] (...) può, oggi, essere configurata in capo ad una agenzia di *rating* non registrata e con riferimento a *rating* non destinati ad essere utilizzati a fini non regolamentari ai sensi del Regolamento Comunitario. Infatti, soltanto in tale caso, l'agenzia agirebbe come soggetto "libero" nel mercato e non come titolare di uno *status* professionale protetto. Viceversa, secondo l'altro orientamento dottrinale rappresentato, si tratterà di responsabilità contrattuale quando l'agenzia fornisca valutazioni (errate) ad un abbonato, con il quale sia legata da un rapporto contrattuale, o quando si tratti di un'agenzia registrata e la valutazione sia emessa a fini regolamentari ai sensi del Regolamento Comunitario. In questo caso, infatti, si potrebbe sostenere che l'agenzia agisca in ragione del proprio *status* professionale protetto e che, con la registrazione, garantisca al mercato la diffusione di valutazioni qualificate. La medesima considerazione può valere per il *rating* di prodotti finanziari strutturati emessi dalle agenzie registrate a fini regolamentari. (...) Un caso di confine tra le due ipotesi di responsabilità è quello dell'agenzia *registrata* che tuttavia emetta un *rating* non destinato a fini regolamentari. In questa ipotesi, infatti, si potrebbe sostenere, sia che l'agenzia gode del particolare *status* (reputazionale)

derivante dalla registrazione a livello europeo, sia, al contrario, che diffondendo un giudizio di *rating* non destinato ad essere utilizzato a fini regolamentari, non svolga la funzione appunto “regolamentare” di cui alla normativa comunitaria. Si può ritenere, in tale caso, che se l’agenzia comunica al mercato in modo chiaro ed incisivo di agire al di fuori della normativa regolamentare, essa debba essere considerata come soggetto libero e, quindi, assoggettato a responsabilità di tipo extracontrattuale. (...) [D]ifferenziare il regime della responsabilità delle agenzie di *rating* nei casi in cui agiscano come riservatarie di un’attività protetta e in ragione di una norma di legge o regolamentare, da quelli in cui, viceversa, operino in un regime libero e in assenza di previsioni che impongano la presenza di un loro giudizio. Si tratta, infatti, di ipotesi senz’altro divergenti, che meritano l’applicazione di diversi regimi di responsabilità, sussistendone i presupposti: più rigoroso per il primo caso e meno per il secondo».

Richiama l’argomento della registrazione delle agenzie di *rating* del credito anche ROSSANO D., *op. cit.*, p. 25: «Caratteristica peculiare di tale responsabilità è che essa possa essere adottata per ogni operatore di una professione c.d. protetta; sul punto, si è dell’avviso che, a seguito della particolare rilevanza assunta dalle agenzie di *rating* a livello regolamentare comunitario, ad esse vada riconosciuto ormai uno *status* tale da consentire l’inserimento delle attività da esse svolte tra quelle incluse nella tutela del risparmio, garantendo così una migliore protezione agli investitori. In altri termini, l’affidamento da questi ultimi riposto nelle valutazioni compiute dalle agenzie in parola pone costoro in “contatto” diretto con le stesse. Rilevanti, a tal proposito, sono le considerazioni desumibili dalla recente sentenza a Sezioni Unite della Cassazione (la n. 14712 del 2007) che, pur in mancanza di uno specifico e pregresso rapporto tra le parti, ha riconosciuto la sussistenza di una responsabilità da c.d. contatto sociale (a carico di una banca) per la violazione di obblighi di condotta di protezione prescritti dalla normativa (violazione che abbia arrecato un danno al cliente). Ne deriva che la prescrizione di specifici doveri di comportamento che esse sono tenute ad osservare a protezione delle emittenti di strumenti finanziari e degli investitori, unitamente all’imposizione a livello regolamentare europeo del rispetto della procedura di

A tale tesi, favorevole a ricondurre la responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori nell'alveo della responsabilità da contatto sociale, seppur suggestiva, sembra si possano muovere almeno due obiezioni.

La prima obiezione è che, seppur sia vero che la giurisprudenza ha riconosciuto l'esistenza della responsabilità da contatto sociale soprattutto in ipotesi di danni cagionati da professionisti (quali medici e notai), ciò non è tuttavia sempre vero. Si pensi all'ipotesi dell'insegnante chiamato a rispondere del danno che l'alunno abbia cagionato a se stesso, ipotesi rispetto alla quale viene esclusa l'operatività dell'art. 2048 cod. civ. e che viene ormai pacificamente qualificata da dottrina e giurisprudenza come responsabilità da contatto sociale qualificato³²². La figura dell'insegnante scolastico non è certamente riconducibile alla categoria delle professioni protette, sicché lo *status* di professionista iscritto al relativo albo di appartenenza non è elemento necessario a rendere configurabile, in capo al danneggiante, una responsabilità da contatto sociale qualificato³²³; perciò,

registrazione da parte delle agenzie di rating, consentono di poter annoverare l'attività da queste svolte tra quelle di "protezione" e di ricondurre, per tale via, la responsabilità per danni verso gli investitori a quella da cd. contatto sociale».

³²² Cfr. Cass. civ., sez. un., 27 giugno 2002, n. 9346 in *Giustizia Civile* 2002, I, 2414, in Resp. civ. e prev. 2002, 1012 (nota di FACCI).

³²³ E la dottrina afferma che, riconfigurata la responsabilità dell'insegnante in termini di responsabilità da contatto sociale qualificato, «essa potrebbe trovare applicazione (...) anche al personale extrascolastico, su cui grava per tutta la durata del servizio offerto, e quindi anche fuori dall'orario di lezione, un dovere di sorveglianza del minore » (MANTOVANI M., *sub* art. 2048, in *Dei fatti illeciti: artt. 2044-2059*, a cura di U. Carnevali, fa

anche assimilando l'attività delle agenzie di *rating* alle professioni protette³²⁴, ciò non sarebbe di per sé necessario a configurare la responsabilità da contatto sociale in capo all'agenzia di *rating*. Certo il ricorrere del predetto *status* soggettivo in capo al danneggiante non è elemento privo di interesse, poiché dalla presenza dello stesso potrà trarsi sicuramente spunto per più facilmente argomentare circa la ragionevolezza dell'affidamento riposto dal danneggiato sulla valutazione del professionista-danneggiante; ma ciò non appare strettamente necessario, non essendo l'appartenenza del danneggiante ad una professione protetta requisito indefettibile ai fini del configurarsi della responsabilità da contatto.

parte di *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, UTET, Torino, 2011, pp. 137-138, che richiama THIENE, *Sub art. 2048 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di Gian C., Trabucchi A., V, Padova, 2009, 2167). E non vi è dubbio che il personale extrascolastico (come, ad esempio, il conducente dello scuolabus) non eserciti alcuna attività riconducibile nell'alveo delle c.d. professioni protette.

³²⁴ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 120: «un primo ostacolo potrebbe essere rappresentato dal fatto che la figura del contatto sociale assumerebbe esclusivo rilievo nel solo ambito delle professioni intellettuali protette tradizionalmente intese, a cui non sarebbe invece riconducibile l'attività svolta dalle agenzie di *rating*. Tuttavia, quella appena evocata non sembra essere la principale ragione per negare l'applicabilità del contatto sociale al *rating*: tenendo conto del peculiare *status* delle agenzie di *rating* e dell'elevato grado di affidamento suscitato nei confronti dei terzi, l'ostacolo, che già poteva essere evitato alla luce del panorama ordinamentale precedente alla emanazione del reg. 1060/2009, lo diviene, infatti, *d'emblée* nella prospettiva delle nuove prescrizioni regolamentari che ne accentuano fortemente il carattere professionale».

Se la derivazione del danno dallo svolgimento di un'attività professionale non è elemento indefettibile per il configurarsi della responsabilità da contatto sociale, esso non appare neppure elemento (per sé solo) sufficiente. Si giunge così alla seconda obiezione ostativa all'operatività della responsabilità da contatto sociale qualificato nella materia in esame, ossia la mancanza di un qualsivoglia "contatto" tra le parti (investitore ed agenzia di *rating*).

La responsabilità da contatto sociale mutua la disciplina della responsabilità contrattuale poiché alla mancanza del vincolo contrattuale tra le parti sopperisce l'esistenza di un contatto sociale qualificato tra le stesse, contatto che mette in relazione le parti prima del verificarsi dell'evento lesivo ed ingenera affidamento ed aspettativa in una parte nei confronti dell'altra. È pur vero che anche l'investitore si affida al giudizio emesso dall'agenzia di *rating* per decidere in quale direzione indirizzare le proprie scelte di investimento, ma ciò non appare sufficiente ad affermare che tra il *rater* e l'investitore sussista un contatto sociale qualificato. I giudizi di *rating* vengono normalmente diffusi attraverso comunicati stampa, il cui contenuto viene poi riprodotto e ritrasmesso dai vari mezzi di comunicazione di massa (stampa finanziaria e stampa comune, radiotelevisione, etc.): appare di tutta evidenza come in siffatta ipotesi non sia dato individuare, tra agenzia di *rating* ed investitore, alcun contatto (neppure labile o labilissimo) preventivo alla produzione del danno.

Qualora si ritenesse di non avallare le due obiezioni testé mosse, se ne dovrebbero accettare le relative conseguenze. Si supponga, cioè, che lo *status* di professionista appartenente ad una delle tradizionali professioni protette sia condizione necessaria e sufficiente a far sorgere, in capo allo stesso, la responsabilità da contatto sociale qualificato per tutte le ipotesi di danno

prodotto a terzi nello svolgimento della propria attività professionale, indipendentemente dall'esistenza o meno di una qualche forma di contatto che metta preventivamente in relazione il danneggiante ed il danneggiato. In tal caso ben potrebbe affermarsi la sussistenza della responsabilità da contatto sociale qualificato in capo all'agenzia di *rating* che, avendo emesso un *rating* errato, abbia cagionato un danno al terzo investitore, non legato all'agenzia da alcun vincolo negoziale. Ma dovrebbe, allora, parimenti affermarsi che risponde a titolo di responsabilità da contatto sociale qualificato anche il giornalista iscritto all'albo (ossia professionista appartenente ad una professione protetta, soggetto a precisi obblighi deontologici) che abbia pubblicato un articolo contenente notizie false o inesatte da cui sia derivato un danno al un terzo che, leggendo il giornale, abbia fatto affidamento sulle stesse: cosa che non si crede alcuno sarebbe disposto ad affermare.

A prescindere dall'utilità o meno di una ulteriore estensione dell'ambito della responsabilità contrattuale, che darebbe forse luogo ad un fenomeno di ipertrofia del contratto con conseguente marginalizzazione del paradigma aquiliano (argomento che esula dallo scopo del presente lavoro e rispetto al quale non si dispone delle competenze necessarie per pronunciarsi), ci si limita ad osservare che qualora ciò si intendesse fare si dovrebbe configurare un paradigma di responsabilità *ad hoc*, non apparendo quello della responsabilità da contatto sociale idoneo a soddisfare il fine indicato; si dovrebbe, cioè, forse più propriamente parlare di responsabilità da *status* (professionale) *tout-court*, eliminando il riferimento a qualsivoglia contatto sociale tra il danneggiante ed il danneggiato, in tal modo generalizzando la figura della

responsabilità per affidamento incolpevole riposto nell'attività di soggetti qualificati.

Anche se la giurisprudenza di legittimità tende ad evidenziare in modo particolare l'elemento della «violazione di obblighi preesistenti di comportamento posti a carico di un soggetto dalla legge per la tutela di specifici interessi di coloro che entrano in contatto con l'attività di quel soggetto, che la legge stessa regola, tanto più ove il fondamento normativo della responsabilità in esame si individui – come da taluni si ritiene – nel riferimento, contenuto nell'art. 1173 cod. civ., agli altri atti o fatti idonei a produrre obbligazioni in conformità dell'ordinamento giuridico»³²⁵, non si può non considerare come in tutte le ipotesi in cui i giudici hanno riconosciuto la sussistenza di un'ipotesi di responsabilità da contatto sociale qualificato sussistesse tra le parti una precedente relazione (un "contatto") che permetteva di individuare *ex ante* i soggetti che sarebbero stati lesi in conseguenza della violazione degli obblighi normativamente imposti. Tra le ipotesi di responsabilità da contatto sociale individuate dalla giurisprudenza si ricordano, infatti, la responsabilità del medico dipendente dalla struttura sanitaria³²⁶, la responsabilità dell'insegnante dipendente da struttura scolastica per le lesioni che l'allievo cagiona a sé

³²⁵ Cass. civ., sez. I, 11 luglio 2012, n. 11642, in *www.iusexplorer.it*.

³²⁶ Cass. civ., sez. III, 22 gennaio 1999, n. 589 del 1999, in *Giustizia Civile* 1999, I, 999, in *Resp. civ. e prev.* 1999, 652 (nota di FORZIATI), in *Corriere giuridico* 1999, 441 (nota di DI MAJO), in *Danno e resp.* 1999, 294 (nota di CARBONE); Cass. civ., sez. III, 19 aprile 2006, n. 9085, in *CIVILISTA* 2010, 2, 86; Cass. civ., sez. un., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Resp. civ. e prev.* 2008, 4, 849 (s.m.) (nota di GORGONI).

medesimo (autolesioni) mentre si trova sotto la sua vigilanza³²⁷, la responsabilità della P.A. nei confronti del privato per lesione degli interessi legittimi³²⁸, la responsabilità della banca per pagamento illegittimo di assegno bancario non trasferibile³²⁹ e per omessa attivazione per evitare il protesto di un titolo pagato³³⁰, la responsabilità del notaio per attività professionale svolta in favore di un soggetto in mancanza di un contratto di prestazione d'opera intellettuale³³¹, la responsabilità del mediatore nella mediazione c.d. tipica per violazione degli

³²⁷ Cass. civ., sez. un., 27 giugno 2002, n. 9346 in *Giustizia Civile* 2002, I, 2414, in Resp. civ. e prev. 2002, 1012 (nota di FACCI).

³²⁸ Consiglio Stato, sez. V, 6 agosto 2001, n. 4239, in *Nuovo diritto* 2002, 749 (nota di TOLOMEO); Consiglio Stato, 8 luglio 2002, n. 3796, in *Appalti Urbanistica Edilizia* 2002, 654; Cass. civ., sez. I, 10 gennaio 2003, n. 157, in *Danno e resp.* 2003, 477 (nota di CONTI), in *Foro it.* 2003, I, 78 (nota di FRACCHIA), in *Riv. corte conti* 2003, 1, 317.

³²⁹ Cass. civ., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca Borsa Titoli di Credito* 2008, 5, II, 567 (s.m.) (nota di CIOCCA), in *Foro it.* 2008, 10, I, 2968 (s.m.) (osservazione di SABBATINI); Cass. civ., sez. I, 24 ottobre 2008, n. 25725, in *Diritto & Giustizia* 2008 (s.m.) (nota di VECCHI), in *Guida al diritto* 2008, 49, 61 (s.m.).

³³⁰ Cass. civ., sez. I, 13 maggio 2009, n. 11130, in *Giustizia Civile Massimario* 2009, 5, 769, in *Giustizia Civile* 2010, 4, I, 957.

³³¹ Cass. civ., sez. III, 23 ottobre 2002, n. 14934, in *Nuova giur. civ. comm.* 2004, I, 112 (nota di BARBANERA), in *Riv. not.* 2003, 766.

obblighi di informazione verso le parti³³², la responsabilità del parcheggiatore³³³.

In definitiva, si ritiene preferibile aderire alla tesi, sostenuta da altra parte della dottrina e dalla giurisprudenza³³⁴, che esclude la possibilità di far ricorso allo schema della responsabilità da contatto sociale qualificato con riferimento al danno cagionato dall'agenzia di *rating* al terzo investitore³³⁵. Condivisibile è, infatti,

³³² Cass. civ., sez. III, 14 luglio 2009, n. 16382, in *Resp. civ. e prev.* 2009, 11, 2281 (s.m.) (nota di SESTI), in *Vita not.* 2009, 3, 1446, in *Arch. locazioni* 2010, 2, 152 (s.m.) (nota di CHIARINI).

³³³ Cass. civ., sez. III, 26 febbraio 1994, n. 3863, in *Foro it.* 2004, I, 2132 (nota di BITETTO).

³³⁴ Il riferimento è a Tribunale Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e resp.* 2013, 2, p. 183, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, 454 ss. (nota di PARMEGGIANI): «Non potendosi configurare, neppure astrattamente, un'ipotesi di responsabilità contrattuale, sia pure da c.d. contatto sociale – non ravvisandosi un rapporto contrattuale di fatto fra l'investitore e l'agenzia di rating – è necessario verificare se sussistano i presupposti per ritenere l'agenzia di rating responsabile per illecito aquiliano ai sensi dell'art. 2043 c.c. nei confronti del terzi danneggiati, responsabilità dalla lesione dell'affidamento che questi hanno riposto nel giudizio elaborato dall'agenzia» (anche se il riferimento alla mancanza di un rapporto contrattuale di fatto non pare condivisibile: cfr. SAPONARO M., *op. cit.*, pp. 191-192, il quale rileva che «[n]ell'escludere la configurabilità della responsabilità da contatto sociale va, tuttavia, rimarcato che il Tribunale ha ritenuto, erroneamente, che questa implichi la sussistenza di un rapporto contrattuale di fatto, laddove il modello della responsabilità da contatto sociale opera proprio al di fuori delle ipotesi in cui sia configurabile una relazione contrattuale tra danneggiante e danneggiato»).

³³⁵ GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit. p. 1461; PARMEGGIANI F., *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario*

l'osservazione relativa al totale *deficit* relazionale esistente tra le agenzie di *rating* del credito ed i terzi investitori in ipotesi di *rating* comunicati alla generalità indifferenziata degli investitori³³⁶ (ad esempio, attraverso la diffusione di

finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers, cit., p. 484 s.; SANNA P., *op. cit.*, pp. 120 ss.; BRUNO S., *op. cit.*, pp. 1298 s.. Anche SALNITRO N., *Capitalizzazione e crisi economica*, in *Banca borsa titoli credito* 2010, 2, p. 136 si mostra scettico circa l'operatività della responsabilità da contatto sociale rispetto alle agenzie di *rating*. In senso contrario alla configurabilità della responsabilità da contatto sociale si era espresso anche SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, cit., p. 346, che però sembra voler rimeditare la questione: «la questione potrebbe essere rimeditata ove si ritenga che l'entrata in vigore del Regolamento abbia spostato la prospettiva di osservazione del fenomeno, in modo da attrarre tale responsabilità nell'alveo della responsabilità da contatto qualificato in virtù del particolare *status* soggettivo di cui adesso godono le agenzie registrate ai sensi del Regolamento» (A. SACCO GINEVRI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 131).

³³⁶ SANNA P., *op. cit.*, p. 120. L'A. ricomprende in tale ipotesi anche il caso di *rating* pubblicati sui siti *web* delle agenzie di *rating*, senza però specificare se la comunicazione della valutazione debba essere o meno preceduta dalla registrazione dell'utente al sito medesimo. In caso di risposta affermativa, si rinvia alle considerazioni già svolte *supra* § 2.

Cfr. altresì GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., pp. 1461-1462, che sottolinea le conseguenze non auspicabili che dall'accoglimento del paradigma della responsabilità da contatto sociale discenderebbero: «appare assai improbabile immaginare la figura del mero contatto sociale fonte di obbligazioni senza prestazione. In effetti, ciò che difetta è proprio la relazione tra investitore ed agenzia dato che è assente, a monte, l'entità dei soggetti potenzialmente interessati all'informazione dell'agenzia di *rating*; ciò rende assolutamente inconsistente la tesi di un "contatto" cui ricollegare un'aspettativa di protezione come quella

comunicati stampa o mediante la pubblicazione su riviste specializzate; ma non si possono escludere nemmeno la stampa non specializzata e, in generale, tutti i mezzi di comunicazione “di massa”), non sussistendo, in tale ipotesi, nemmeno quel minimo di indice relazionale (seppur labile) che permetta di ravvisare una qualche forma di “contatto” (anche larvato) tra danneggiante e danneggiato³³⁷. Mancando qualsivoglia relazionalità tra le

derivante da una relazione contrattuale. Il dato, a nostro avviso, trova conferma anche nell'autorevole dottrina che ha sottolineato come l'*humus* per l'operatività dei rimedi di natura obbligatoria siano le situazioni immerse in una dimensione relazionale perché caratterizzata da obblighi tra le parti che si trovino l'una di fronte all'altra. (...) Così ragionando va senz'altro condivisa la posizione della dottrina, che sottolinea la necessità di essere piuttosto rigorosi nella “sublimazione” o “spiritualizzazione” del contatto sociale con riferimento alle agenzie di *rating* in virtù del labilissimo indice di relazionalità, che ove ritenuto idoneo a contrattualizzare il rapporto, moltiplicherebbe il timore che ogni “contatto” possa essere contrattualizzato, dato che in ogni rapporto umano sussiste, a volerla rinvenire, una qualche forma se pur minima di relazionalità. (...) Occorre però sfuggire al facile ma insidioso tentativo di attribuire una responsabilità da *status*, quello professionale che farebbe scivolare verso una responsabilità oggettiva idonea a trasformare qualunque previsione inesatta in copertura assicurativa per investimenti infelici. Le conseguenze, peraltro, sarebbero degli stessi investitori dato che il perseguimento ad ogni costo della tutela del danneggiato condurrebbe, inevitabilmente, ad un consistente deperimento della loro attività e, quindi, alla sottrazione delle utilità che il rating determina a favore degli investitori e del mercato finanziario più in generale».

³³⁷ Cfr. altresì SCOGNAMIGLIO C., *op. cit.*, p. 552: «La sussistenza (...) dei caratteri dell'obbligazione (ancorchè limitata al solo profilo dell'obbligo di protezione o sicurezza) può essere affermata, nel momento in cui – a fronte del soggetto, appartenete allo *status* professionale – si stagli la posizione di un altro soggetto

parti non sarà possibile identificare *ex ante* la cerchia dei soggetti possibili danneggiati³³⁸, che rimarranno indeterminati ed indeterminabili finchè non si produrrà effettivamente il pregiudizio lesivo della loro sfera giuridica³³⁹; sicchè non appare corretto in ipotesi di questo

(o di un gruppo di soggetti), così da integrare i due termini di riferimento soggettivo, senza la determinatezza dei quali neppure è possibile parlare di rapporto obbligatorio»

³³⁸ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 121: «Si deve, dunque, prendere atto della naturale indeterminabilità, *ex ante*, della cerchia dei soggetti interessati al puntuale adempimento dei numerosi obblighi comportamentali gravanti *ex lege* (*ex reg. n. 1060/2009*) sulle agenzie di *rating* registrate che si riflette a cascata sul requisito indispensabile del “contatto” (anche solo figurato), a cui ricollegare un’aspettativa di protezione di intensità almeno pari a quella ingenerata da una relazione precontrattuale (o da un contatto negoziale) o, *a fortiori*, da una relazione contrattuale».

³³⁹ Cfr. BRUNO S., *op. cit.*, pp. 1298-1299: «al momento della diffusione delle informazioni non esiste alcun contatto tra i soggetti: gli utilizzatori delle informazioni non sono dalla società né conosciuti, né determinati, e nella maggior parte dei casi, neanche determinabili. L’identificazione del soggetto invece avviene solo successivamente alla diffusione dell’informazione non corretta, nel momento in cui cioè si produce il danno. In particolare, adottando la corretta terminologia, data l’indeterminatezza del soggetto attivo del rapporto, deve dirsi che società e pubblico degli investitori sono legati piuttosto da doveri in senso proprio. La responsabilità che ha origine dalla diffusione di informazioni non corrette deriva dunque dalla violazione di doveri aventi un contenuto predeterminato dalla legge: siccome la legge individua e disciplina informazioni specifiche rivolte però a soggetti non determinati, individua dei doveri in senso proprio. Data questa ricostruzione della fattispecie, la responsabilità non può che essere di natura aquiliana».

Di contrario avviso è ROSSANO D., *op. cit.*, pp. 25-26, il quale, pur riconoscendo che osta alla ricostruzione della responsabilità delle agenzie di *rating* in termini di responsabilità da contatto sociale la

genere applicare il paradigma della responsabilità da contatto sociale, che comunque presuppone un contatto di qualche tipo.

In conclusione, la responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dei terzi investitori è una responsabilità *in incertam personam*, non essendo possibile per il *rater* individuare compiutamente i soggetti nei cui confronti l'esercizio scorretto della sua attività potrà risultare pregiudizievole³⁴⁰; sicché il paradigma aquiliano appare quello più conforme all'ipotesi in esame.

considerazione per cui le agenzie di *rating* esprimono un parere diretto a destinatari indeterminati, sostiene che in realtà questi ultimi sarebbero «solo apparentemente indeterminati, ma in concreto determinabili (dove la possibilità di individuare i soggetti lesi dai loro giudizi)». In che modo tali soggetti possano essere determinati, però, non lo precisa.

³⁴⁰ Rimarca questo aspetto anche PARMEGGIANI F., *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, cit., p. 485: «l'applicazione del contatto sociale qualificato appare alquanto difficoltosa con riferimento alla concreta identificazione del soggetto danneggiato: infatti, mentre nel caso di scuola concernente la responsabilità medica tale soggetto è facilmente individuabile nel singolo paziente che necessita delle cure dello specialista, nel caso del *rating*, al contrario, questi corrisponde a tutta la collettività degli investitori che potenzialmente avrebbe potuto fruire del giudizio dell'agenzia. Pertanto, i destinatari del *rating* risultino a priori non determinabili, in quanto chiunque abbia acquistato uno strumento finanziario cui è assegnato un *rating* è passibile di instaurare astrattamente un contatto sociale con l'agenzia. Tale pluralità indistinta di destinatari, a differenza dei pazienti per il medico o dei clienti per altre categorie professionali, non appare conoscibile a priori dall'agenzia, la quale, non conoscendo le esigenze di investimento e il livello di rischio da essi sopportabile, non è in grado di prevedere l'incidenza e l'entità del

danno che un *rating* errato può provocare, né tantomeno approntare le eventuali cautele necessarie a contenerlo».

Cfr. altresì SANTORO A., *op. cit.*, p. 209 («Quest'ultimo profilo, invero, differenzia le ipotesi esaminate: mentre in alcune fattispecie (es. bene fondi, informazioni rese dalla P.A. al dipendente) il destinatario è un soggetto determinato, in altre (es. responsabilità da prospetto non veritiero o da omessa vigilanza sul prospetto informativo) il destinatario non è determinato, essendo costituito da una moltitudine di soggetti. Ora, la ricostruzione dottrina in termini di responsabilità da violazione dell'affidamento, se è predicabile con riferimento alle prime fattispecie, non appare, viceversa, suscettibile di estendersi alla seconda tipologia poiché sembra inconfigurabile un affidamento in capo a una moltitudine indeterminata di soggetti (es. investitori), con caratteristiche diverse e indeterminabili a priori. Ciò differenzia nettamente le fattispecie da ultimo menzionate rispetto a quelle in cui la responsabilità da contatto si è affermata con forza, *id est* nella relazione medico-paziente e in quella alunno-insegnante e induce a ritenere che non per caso la giurisprudenza di legittimità abbia qualificato il danno da inesatte informazioni come responsabilità da contatto sociale in una fattispecie in cui il destinatario dell'informazione era un soggetto ben determinato. Allargando il concetto di "relazione" anche al di là dei rapporti "uno ad uno", comprendendovi anche rapporti indeterminati sotto il profilo soggettivo, si correrebbe il serio rischio di una ipetrofica contrattualizzazione della responsabilità, specie se si considera che già l'individuazione di un contatto sociale rilevante nella relazione "uno ad uno" solleva problemi di non poco momento sotto il profilo dell'interpretazione dei presupposti in presenza dei quali tale contatto può ritenersi configurabile»); BRUNO S., *op. cit.*, pp. 1294-1297 («I soggetti destinatari delle informazioni non sono identificati, né identificabili *ab initio* e le informazioni sono diffuse *ad incertam personam*; il mercato è, per definizione, "luogo impercettibile", "deterritorializzato", "spazio fluido ed omogeneo, strutturato dalla sola geografia dei prezzi", "struttura aperta, in cui non sono predefinibili né il numero dei negozi né l'identità delle parti"; (...). Nella diffusione delle informazioni non è consentito perciò enucleare un rapporto tra due parti: è pur vero che dal lato

Altra considerazione che si potrebbe svolgere, e che in questa sede ci si limita soltanto ad accennare, è se le norme del Regolamento comunitario impongano dei veri e propri obblighi o, piuttosto, dei doveri in senso stretto, poiché «[s]econdo alcuni sarebbe questo il criterio da seguire per stabilire se dalla legge promani una responsabilità che si

passivo il soggetto obbligato è sicuramente identificabile (la società c.d. aperta o i suoi amministratori); dall'altro lato, però, il soggetto che beneficia delle informazioni non è chiaramente determinabile in quanto esso è rappresentato dal mercato, ovverossia dagli investitori attuali e potenziali e quindi, in fin dei conti, dalla generalità dei consociati. (...) In questo contesto, data l'indeterminatezza del soggetto attivo del rapporto, non è possibile identificare due punti di riferimento soggettivo, le "parti" appunto, in quanto parte non può essere certamente considerato il mercato indistintamente. Pertanto, non è configurabile un rapporto obbligatorio, né *obblighi* in senso proprio, neanche riconducibili alla buona fede e, nonostante la responsabilità nasca a seguito della violazione di disposizioni di legge, essa non può qualificarsi né in termini di responsabilità contrattuale, né precontrattuale presupponendo, entrambe le figure, l'esistenza di parti identificate, sia dal lato passivo che attivo. Per la stessa ragione, mancando alcun "contatto sociale" o alcun rapporto preesistente al danno, la responsabilità non può fondarsi, infine, neanche sulla lesione dell'affidamento suscitato nel destinatario delle informazioni o sulla violazione di obblighi di stato o di sicurezza o di protezione, in quanto non è ammissibile un affidamento a favore di "una moltitudine di persone non determinabile *ex ante*"; dei tentativi di estendere, da un punto di vista generale, tale ultima categoria giuridica per colpire fattispecie altrimenti prive di sanzione, sostenendo la configurabilità astratta di "un'infinità di rapporti obbligatori di protezione aventi come termine di riferimento soggettivo attivo ciascuno dei consociati" non ne esiste, peraltro, la necessità nel nostro ordinamento giacché in esso vige un regime di responsabilità extracontrattuale aperto, in quanto atipico»).

traduce sul piano del contratto o sul piano del *neminem laedere*»³⁴¹.

4. L'investitore-risparmiatore può essere considerato consumatore?

Questione dibattuta è se il risparmiatore possa o meno essere considerato consumatore. L'accoglimento di una soluzione piuttosto che dell'altra comporta conseguenze rilevanti, in quanto consente o preclude la possibilità di applicare nei confronti del risparmiatore le norme dettate a tutela del consumatore.

Ai sensi dell'art. 3, lett. a) del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (Codice del consumo), per consumatore o utente si intende «la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta»³⁴². Sicché la questione se l'investitore-risparmiatore possa essere

³⁴¹ GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in *Class action: il nuovo volto della tutela collettiva in Italia. Atti del Convegno*, Giuffrè. Milano, 2011, p. 197, nt. 20, che cita L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1956, p. 361.

³⁴² Si vedano anche, in riferimento alle informazioni ai consumatori, l'art. 5, comma 1 («Fatto salvo quanto disposto dall'articolo 3, comma 1, lettera a), ai fini del presente titolo, si intende per consumatore o utente anche la persona fisica alla quale sono dirette le informazioni commerciali») e, in riferimento a pratiche commerciali, pubblicità e altre informazioni commerciali, l'art. 18, comma 1, lett. a) («Ai fini del presente titolo, si intende per: a) "consumatore": qualsiasi persona fisica che, nelle pratiche commerciali oggetto del presente titolo, agisce per fini che non rientrano nel quadro della sua attività commerciale, industriale, artigianale o professionale»).

qualificato consumatore si pone soltanto nel caso in cui si tratti di investitore-persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta.

Rispetto alla questione testè prospettata sono sorte due diverse linee di pensiero.

Secondo una prima impostazione, la figura del risparmiatore non si identificherebbe con quella del consumatore e dovrebbe da quest'ultima essere mantenuta distinta³⁴³; ne conseguirebbe la non operatività, nei confronti del primo, della speciale disciplina dettata a tutela del consumatore.

L'opinione attualmente prevalente in dottrina sostiene, invece, che la figura del risparmiatore-investitore debba essere ricompresa nella categoria del consumatore³⁴⁴; in tal

³⁴³ In tal senso, GRECO F., *Il consumatore-risparmiatore e gli obblighi informativi «continuativi» tra fonte legale e fonte convenzionale*, in *Resp. civ. e prev.* 2011, 6, p. 1357; ID., *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2010, pp. 1 ss.; ID., *Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, nota a Tribunale Bari 1° ottobre 2009, n. 2866, disponibile all'indirizzo http://www.almaiura.it/images/upload/greco-obbligazioni_cirio.pdf; PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari finanziari: tutela del risparmiatore incolpevole o «copertura assicurativa» per l'investimento sfortunato?*, in *Banca imp. soc.*, 2008, 3, pp. 389 s., che sottolinea i diversi obiettivi sottesi all'investimento in strumenti finanziari ed all'acquisto di beni di consumo e, conseguentemente, le differenti esigenze di tutela.

³⁴⁴ In tal senso, GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 191; SANNA P., *op. cit.*, p. 139, secondo il quale «il termine [“consumatore”]: ndr] sta oggi ad indicare la parte essenziale di un tutto assai più ampio, nel

quale se ormai già entra (per espressa opzione legislativa) l'utente, potranno trovare ingresso anche il cliente, l'assicurato, il risparmiatore»; GRAZIUSO E., *La tutela del consumatore contro le clausole abusive*, Giuffrè, Milano, 2010, pp. 158 ss., secondo il quale lo *status* giuridico di risparmiatore può essere considerato un sottoinsieme della più ampia categoria del risparmiatore; ID., *Vendita fuori sede di strumenti finanziari: foro del consumatore - Cass. 1875/2012*, disponibile all'indirizzo <http://www.personaedanno.it/tutela-giurisdizionale/vendita-fuori-sede-di-strumenti-finanziari-foro-del-consumatore-cass-1875-2012-emilio-graziuso>; FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 376 ss.; UCCIARDELLO G., *La tutela dei risparmiatori*, in S. Amorosino (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 35 ss., che sottolinea la tendenza comunitaria a superare la distinzione tra consumatore e risparmiatore, intendendo quest'ultimo come "consumatore di servizi finanziari"; PIAZZA G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corriere Giur.*, 2005, 7, p. 1027, secondo il quale il rapporto tra consumatore e risparmiatore non si pone in termini di equivalenza, ma piuttosto in termini di *genus a species*; ALPA G., *Trattato di diritto civile*, I, *Storia, fonti, interpretazione*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 701, che rileva come nel diritto comunitario la distinzione tra risparmiatore e consumatore appaia ormai superata; ID., *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca borsa titoli cred.*, 1998, 2, p. 372; ID., *L'informazione del risparmiatore*, in *Dir. informaz. e informatica*, 1990, 2, p. 335, oppure ID., *L'informazione del risparmiatore*, in *Banca borsa tit. credito* 1990, 4, p. 476, ove l'A. sostiene che la qualità di risparmiatore è coesistente a quella di consumatore e viceversa; ALPA G. e BARCA A., *Servizi finanziari e tutela del consumatore*, in *I contratti di finanziamento e le garanzie reali nella prospettiva europea = Financial contracts and secured transactions in the European perspective*, (Quaderni del Dipartimento di Scienze Giuridiche) (2003) 7, pp. 25-77, che parlano di «consumatore nel settore dei servizi finanziari»; TUCCI G., *Clausole vessatorie o abusive e disciplina dei contratti di*

senso sembrerebbe propendere anche una parte della giurisprudenza³⁴⁵. Se si accoglie la tesi – che allo stato

investimento, in *Rass. dir. civ.*, 1999, 131 ss., secondo il quale «il cliente o l'investitore non professionale deve considerarsi consumatore nel senso indicato dalla normativa di carattere comunitario, la nozione di cliente appare più elastica di quella di consumatore»; BUSNELLI F.D., *Considerazioni introduttive*, in Busnelli-Bessone (a cura di), *La vendita "porta a porta" di valori mobiliari*, Giuffrè, Milano, 1992, pp. 3 ss. sottolinea il «sempre più marcato processo di allineamento della tutela del risparmiatore alla tutela del consumatore» (p. 10); MOROZZO DELLA ROCCA P., *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. critica dir. privato*, 1991, 4, p. 865, che pone in luce l'analogia di fatto esistente tra le figure del consumatore e del risparmiatore-consumatore; RUOZI R., *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, in AA. VV., *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, EGEA, Milano, 1990, p. 3 ss. parla di «consumatore di servizi finanziari»; BENVENUTO S., *L'azione di classe privata*, disponibile all'indirizzo <http://www.personaedanno.it/enciclopedia/azione-di-classe-privata>; anche il Presidente della Consob L. Cardia parla di «consumatore nei servizi finanziari» e di «consumatore-investitore» (Intervento del Presidente della Consob Lamberto Cardia, *La tutela del consumatore nei servizi finanziari*, Roma, 19 marzo 2010), disponibile sul sito www.consob.it.

MARINO G., *L'obbligo del rendiconto ed il recesso anticipato del cliente nel contratto di gestione di patrimoni*, in *Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente* 2012, vol. X, p. 36, nt. 59 coglie un'affinità di fondo fra le due figure del consumatore e dell'investitore sotto il profilo del bisogno di tutela manifestato dal c.d. «cliente al dettaglio».

³⁴⁵ Cfr. Cass. civ., sez. un., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Diritto & Giustizia* 2013, 4 giugno (nota di TARANTINO): «A favore di un'interpretazione estensiva della citata disposizione dell'art. 30 del tuf, che sia in grado di meglio assicurare la tutela del consumatore, militano d'altro canto i principi generali desumibili dallo stesso testo unico, sicuramente ispirati all'esigenza di

sembra preminente – che riconduce la figura del risparmiatore all'interno della nozione di consumatore ne consegue l'operatività, anche in caso di operazioni di finanziamento concluse da investitore non professionale e persona fisica, della speciale tutela consumeristica. In particolare, troveranno applicazione le norme di cui agli artt. 33 ss. cod. cons., in materia di clausole vessatorie contenute nei contratti conclusi tra un consumatore ed un professionista, e l'art. 140 *bis* cod. cons., sull'azione di classe³⁴⁶.

effettività dell'indicata tutela, cui da ulteriore rinforzo la previsione dell'art. 38 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE, che, nel garantire “un livello elevato di protezione dei consumatori”, per ciò stesso impone d'interpretare le norme ambigue nel senso più favorevole a questi ultimi»; Cass. civ., sez. VI, 8 febbraio 2012, n. 1875, in *Giustizia Civile Massimario* 2012, 2, 143, in *Foro it.* 2012, 5, I, 1426, in *Guida al diritto* 2012, 17, 40 (s.m), che ha statuito che nelle controversie concernenti un contratto negoziato fuori dei locali commerciali, anche ove relativo a strumenti finanziari, trova applicazione la regola secondo cui la competenza territoriale inderogabile appartiene al giudice del luogo di residenza o di domicilio del consumatore (art. 63 d.lg. n. 206 del 2005); Consiglio di Stato, sez. I, 3 dicembre 2008, n. 3999, in *www.giustizia-amministrativa.it*, che ritiene che il risparmiatore sia una specie del genere consumatore, un consumatore di servizi finanziari; Tribunale Torino, 22 dicembre 2010, n. 7674, in *Resp. civ. prev.* 2011, 6, 1350 (s.m.) (nota di GRECO), secondo cui è pacifico che si sia in presenza di un rapporto tra consumatore ed un professionista, tale potendo essere definiti rispettivamente il risparmiatore e l'intermediario *ex art.* 3 cod. cons..

³⁴⁶ Nota BENVENUTO S., *op. cit.*, che «il tema degli investimenti con tutte le problematiche che ha comportato è stato uno dei motivi di impulso della nascita dell'azione collettiva nel nostro Paese, pertanto appoggiare la tesi restrittiva, lasciando l'art. 140-bis fuori da questo ambito appare dar corso ad una miope intelligenza interpretativa».

Principiando l'analisi dalle norme di cui agli artt. 33 ss. cod. cons. (parte III, Titolo I del d.lgs. n. 206 del 2005), che disciplinano le clausole vessatorie nel contratto concluso tra professionista e consumatore, occorre domandarsi se le stesse possano o meno trovare applicazione nella materia in esame.

Quanto ai presupposti soggettivi si rileva che, mentre l'agenzia di *rating* certamente rientra nella nozione di "professionista"³⁴⁷, più articolata è la questione se il soggetto legato da un rapporto contrattuale con la medesima rientri o meno nella nozione di "consumatore", dovendosi distinguere a seconda che la controparte contrattuale sia un emittente oppure un investitore e, in quest'ultimo caso, che si tratti di investitore persona fisica o persona giuridica, professionale o *retail*. Gli artt. 33 ss. cod. cons. troveranno verosimilmente applicazione soltanto nell'ipotesi in cui la controparte contrattuale dell'agenzia di *rating* sia un investitore (modello *investor pays*); e nemmeno qualsiasi sia l'investitore, ma solamente nell'ipotesi di investitore non professionale e persona fisica. Invece, nell'ipotesi in cui la controparte contrattuale dell'agenzia di *rating* sia un emittente (modello *issuer pays*) sarà pressoché impossibile che le norme in questione possano trovare applicazione, «in quanto è fuor di dubbio che si tratterà di soggetto non rientrante nella nozione di consumatore *ex art. 3, lett. a, cod. cons.* (in quanto, di norma, l'emittente giuridica sarà invece un professionista ovvero una persona giuridica che agisce nell'esercizio della propria attività imprenditoriale, commerciale,

³⁴⁷ Ai sensi dell'art. 3, comma 1, lett. c) cod. cons. di intende per "professionista" «la persona fisica o giuridica che agisce nell'esercizio della propria attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale, ovvero un suo intermediario».

artigianale o professionale, ovvero un suo intermediario)»³⁴⁸.

Quanto ai presupposti oggettivi, la dottrina si è domandata se gli artt. 33 ss. cod. cons. siano applicabili anche in ipotesi di negozio a titolo gratuito, quale potrebbe qualificarsi il rapporto intercorrente tra l'investitore che si registri al sito *web* dell'agenzia di *rating* e l'agenzia di *rating* medesima³⁴⁹, giungendo infine ad una risposta affermativa in considerazione del fatto che l'operazione negoziale si mostra pur sempre funzionale al soddisfacimento di un interesse economico patrimoniale dell'agenzia di *rating*³⁵⁰. Stando a questa ricostruzione, gli

³⁴⁸ SANNA P., *op. cit.*, p. 180, nt. 15.

³⁴⁹ Cfr. *supra* § 2.

³⁵⁰ SANNA P., *op. cit.*, pp. 139-140: «Quanto invece ai presupposti oggettivi, se è vero che il carattere orizzontale della disciplina *ex* artt. 33 e ss., cod. cons., si mostra tale da ricomprendere ogni operazione economica tra professionista e consumatore (con la sola esclusione dei contratti familiari, successori, di lavoro e di costituzione e regolamento delle società, espressamente sancita dalla direttiva 93/13/CE), resta da domandarsi se in quell'ambito possano esservi fatti rientrare anche negozi a titolo gratuito quale quello in esame. L'interrogativo sembra ricevere risposta affermativa atteso il contesto commerciale caratterizzante l'operazione negoziale che, pur in assenza di un corrispettivo diretto, si mostra comunque funzionale alla soddisfazione di un interesse economico patrimoniale dell'agenzia di *rating* (professionista). D'altro canto, benché non rilevi allo scopo di sottrarre i *terms of use* all'applicazione della disciplina delle clausole vessatorie *ex* artt. 33 e ss., cod. cons., non si potrà escludere che, almeno in astratto, l'elemento della gratuità possa invece giocare un qualche ruolo nell'orientare il sindacato giudiziale di vessatorietà delle singole clausole. A quest'ultimo riguardo, in concreto, vi è però da considerare l'ulteriore elemento consistente nel fatto che le clausole di esonero e/o di limitazione di responsabilità contenute nei *terms of use* sembrano inquadrabili

artt. 33 ss. cod. cons. troveranno applicazione anche con riferimento ai *terms of use* che l'utente è tenuto ad accettare all'atto della registrazione al sito *web*.

Con riferimento all'art. 140 *bis* cod. cons. (azione di classe), va indagato se lo stesso sia applicabile nel caso di responsabilità delle agenzie di *rating*³⁵¹. La diffusione di un *rating* inesatto è, in effetti, idoneo a cagionare pregiudizio ad una pluralità di investitori³⁵²; la possibilità per questi ultimi di fare ricorso all'azione di classe è questione estremamente rilevante, poiché l'azione di classe (i) permetterebbe di ridurre i costi della giustizia, così evitando che gli investitori-danneggiati siano disincentivati

nelle previsioni degli artt. 33, comma 2, lett. *b*, e 36, comma 2, n. 2, cod. cons. (...) Se ciò è vero, ne deriva che, benché inserite in un negozio a titolo gratuito, non sarà facile sottrarre quelle clausole alla nullità speciale *ex art.* 36, comma 1, cod. cons. Infine, la fuga dalla nullità con il ricorso all'applicabilità al contratto di una legislazione di un Paese extracomunitario troverà un limite invalicabile nell'art. 36, ult. comma, cod. cons. (...) Quanto invece alle previsioni non formalmente qualificabili come di limitazione o di esonero, esse non appaiono neppure concretamente in grado di incidere in modo *lato sensu* limitativo sulla responsabilità dell'agenzia predisponente poiché (...) il voto di *rating*, tanto più se *solicited*, non può comunque essere considerato alla stregua di una mera opinione giornalistica, in modo da meritare un assoggettamento alla relativa disciplina».

³⁵¹ Esprime forti dubbi sull'applicabilità dell'art. 140 *bis* cod. cons. alle azioni nei confronti delle società di *rating* F. CARPI nella chiosa conclusiva all'intervento di P. GIUDICI, *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 205.

³⁵² SANNA P., *op. cit.*, p. 169: «In quanto rivolto alla platea degli investitori, il *rating* «difettoso» appare, *ipsa natura*, potenzialmente in grado di generare un pregiudizio di massa (*mass tort*), ovvero di arrecare danno ad un numero elevato di investitori».

dai costi elevati dei processi a domandare la tutela risarcitoria, (ii) garantirebbe uniformità di giudicato e (iii) eserciterebbe una forte funzione deterrente nei confronti delle agenzie danneggianti³⁵³. Resta, però, da capire se sia o meno ammissibile, nella specie, il ricorso all'art. 140 *bis* cod. cons..

Con riferimento alla legittimazione attiva, si richiamano le considerazioni svolte poc'anzi, per cui soltanto l'investitore-persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta può essere qualificato come consumatore, con ciò rimanendo esclusi gli investitori-persone giuridiche³⁵⁴.

³⁵³ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 169.

³⁵⁴ Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 171: «Il riferimento ai soli «consumatori e utenti» vale di certo ad escludere dalla classe tutte le persone giuridiche siano esse società che compiono investimenti, clienti professionali, operatori qualificati e, *a fortiori*, investitori istituzionali nonché, inoltre, tutte le persone fisiche “professionisti”. D'altro canto, la scelta compiuta dal legislatore italiano non solo allontana il modello nazionale da quello statunitense (che invece non limita l'accesso alla *class action* ai soli *consumers*), ma si rivela difficilmente aggirabile in via ermeneutica».

Anche se «[p]arte della dottrina (cfr. F. AROSSA, “Gli scomodi confini dell'azione collettiva risarcitoria all'italiana”, *op. cit.*, pag. 32) pur ammettendo che la tutela collettiva è esclusa agli investitori professionali in strumenti finanziari, creando di conseguenza una discriminazione rispetto ai *retail investors*, auspicano una un'applicazione estensiva a tutti gli investitori, in quanto solo così l'azione di classe può servire da stimolo alla crescita di un moderno mercato finanziario, “aumentandone la capacità di attrazione di capitali anche dall'estero” (così R. LENER “Le “class actions” scomparse”, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2006, pag. 136)» (BENVENUTO S., *op. cit.*).

Con riferimento all'oggetto, occorre esaminare il secondo comma della norma in esame. Ai sensi dell'art. 140 *bis*, secondo comma cod. cons. l'azione di classe ha per oggetto l'accertamento della responsabilità e la condanna al risarcimento del danno e alle restituzioni in favore degli utenti consumatori. Tale azione è volta a tutelare: a) i diritti contrattuali di una pluralità di consumatori e utenti che versano nei confronti di una stessa impresa in situazione omogenea, inclusi i diritti relativi a contratti stipulati ai sensi degli articoli 1341 e 1342 del codice civile; b) i diritti omogenei spettanti ai consumatori finali di un determinato prodotto o servizio nei confronti del relativo produttore, anche a prescindere da un diretto rapporto contrattuale; c) i diritti omogenei al ristoro del pregiudizio derivante agli stessi consumatori e utenti da pratiche commerciali scorrette o da comportamenti anticoncorrenziali. Occorre dunque verificare se i danni derivanti dalla diffusione di *rating* inesatti rientrano o meno nelle situazioni di cui alle lettere a), b) o c), per stabilire se gli investitori possano o meno far valere le proprie pretese con l'azione di classe.

La dottrina ha posto in luce alcuni dubbi in merito all'applicabilità dell'art. 140 *bis* cod. cons. rispetto all'ipotesi di responsabilità da informazioni inesatte (o omesse). In particolare, il problema sorge dal fatto che «[n]on sono più menzionati, rispetto al testo originariamente introdotto dalla legge 24 dicembre 2007, n. 244, gli illeciti extracontrattuali. Qui sta, evidentemente, il problema, perché nell'ambito di quegli illeciti si collocano sicuramente, per nostra risalente tradizione,

almeno una parte delle ipotesi di responsabilità da informazioni inesatte»³⁵⁵.

Nell'ipotesi *sub a)* (“diritti contrattuali”) rientrano tutte quelle ipotesi in cui tra l'investitore e l'agenzia di *rating* sussiste un vincolo di natura contrattuale. Non vi rientrano, invece, le ipotesi di responsabilità aquiliana dell'agenzia di *rating* nei confronti del terzo investitore³⁵⁶; ci si domanda se tale ipotesi possono essere accolte in altra sede della disposizione normativa in esame.

L'ipotesi *sub b)* (“diritti omogenei spettanti ai consumatori finali di un determinato prodotto o servizio nei confronti del relativo produttore, anche a prescindere da un diretto rapporto contrattuale”), prescindendo dall'esistenza di un rapporto contrattuale diretto tra le

³⁵⁵ P. GIUDICI, *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 193.

Il vecchio testo dell'art. 140 *bis* cod. cons. così recitava: «Le associazioni di cui al comma 1 dell'articolo 139 e gli altri soggetti di cui al comma 2 del presente articolo sono legittimati ad agire a tutela degli interessi collettivi dei consumatori e degli utenti richiedendo al tribunale del luogo in cui ha sede l'impresa l'accertamento del diritto al risarcimento del danno e alla restituzione delle somme spettanti ai singoli consumatori o utenti nell'ambito di rapporti giuridici relativi a *contratti* stipulati ai sensi dell'articolo 1342 del codice civile, ovvero in conseguenza di *atti illeciti extracontrattuali*, di *pratiche commerciali scorrette* o di *comportamenti anticoncorrenziali*, quando sono lesi i diritti di una pluralità di consumatori o di utenti» [corsivo di chi scrive].

³⁵⁶ Secondo GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 200 «la responsabilità da informazioni inesatte non rientra mai nella lett. *a)* dell'art. 140-*bis* c.cons., sia che si adotti un'interpretazione restittiva della locuzione (...), sia che si adotti un'interpretazione più ampia, tale da catturare anche le pretese che nascono dal rapporto precontrattuale».

parti, potrebbe forse attagliarsi all'ipotesi di responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti del terzo investitore. La dottrina già citata, tuttavia, non condivide la tesi secondo cui sarebbe possibile il ricorso a tale disposizione con riferimento alla responsabilità da informazioni inesatte facendo rientrare i prodotti finanziari nella definizione di prodotti contenuta nel codice del consumo (art. 3, lett. e)³⁵⁷, dal momento che «[l]a responsabilità da informazione inesatta non è certo una responsabilità da difetto del prodotto. Il prodotto finanziario “funziona” correttamente: sono le informazioni ad esso relativo che non sono esatte e, dunque, non consentono all'investitore di percepire adeguatamente il rischio e, quindi, il valore. Mi sembra poi evidente che il concetto di prodotto utilizzato nel codice del consumo non sia riferibile ai prodotti finanziari»³⁵⁸. Nell'ipotesi in esame (*i.e.* attività di *rating*) il “prodotto” in questione non sarebbe però il prodotto finanziario in quanto tale, bensì lo stesso *rating*, che costituisce il “prodotto” (in senso lato) della attività di classamento del merito creditizio svolta dalle agenzie di *rating*; ed un *rating* inesatto potrebbe essere in effetti considerato alla stregua di un prodotto difettoso, in quanto la sua erroneità non gli permette di “funzionare” correttamente. Sennonchè, come si è brevemente accennato all'inizio del presente lavoro³⁵⁹, l'ipotesi che si è qui accolta è che il *rating* rappresenta non un “prodotto” in senso proprio (con conseguente

³⁵⁷ GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 200 s., che cita SANGIOVANNI V., *Class action e tutela contrattuale degli investitori*, in *Obbl. contr.*, 2010, 611 e 614.

³⁵⁸ GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 201.

³⁵⁹ Capitolo I, § 1.

inapplicabilità della relativa disciplina della responsabilità per danno da prodotto difettoso: artt. 114 ss. cod. cons.), bensì una c.d. informazione-servizio.

Si consideri, però, quanto segue. Se all'epoca in cui la citata dottrina³⁶⁰ si è espressa sulla lett. b) dell'art. 140 *bis*, comma 2 cod. cons. il testo della norma faceva esclusivo riferimento ai diritti omogenei spettanti ai consumatori finali di un determinato prodotto, l'attuale formulazione della norma appare più estesa: l'art. 140 *bis*, comma 2 lett. b) cod. cons. è stato, infatti, emendato dall'art. 6, comma 1, lett. d) del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni in legge 24 marzo 2012, n. 27, che, oltre aver sostituito la parola "identici" con la parola "omogenei", ha inserito dopo la parola "prodotto" le parole "o servizio". Alla luce dell'intervenuta modifica normativa, si potrebbe allora ipotizzare la riconducibilità dell'ipotesi della responsabilità aquiliana dell'agenzia di *rating* nei confronti dei terzi investitori nella disposizione di cui alla lettera b), secondo comma dell'art. 140 *bis* cod. cons. (*rating* come informazione-servizio), con la conseguenza che gli investitori potranno tutelare i propri diritti attraverso un'azione di classe.

Ove la condotta dell'agenzia di *rating* integri anche una pratica commerciale scorretta o un comportamento anticoncorrenziale, troverà applicazione il disposto della lettera c), secondo comma dell'art. 140 *bis* cod. cons.. Con riferimento alla possibilità di ricondurre il *rating* erroneo alla nozione di "pratica commerciale scorretta"³⁶¹ la

³⁶⁰ Il riferimento è a GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 191 ss. ed a SANNA P., *op. cit.*, pp. 169 ss..

³⁶¹ Ai sensi dell'art. 18, comma 1, lett. d) cod. cons. «qualsiasi azione, omissione, condotta o dichiarazione, comunicazione commerciale ivi compresa la pubblicità e la commercializzazione

dottrina rileva che «a conclusioni positive sembrerebbe spingere la considerazione che, pur non potendosi considerare alla stegua di una raccomandazione di investimento – a ciò ostandovi il meccanismo (*issuer paid*) di remunerazione delle agenzie – diviene assai difficile trattare il voto di *rating* come una mera opinione indipendente, tanto più quando il *rating* accompagni i prodotti strutturati; in senso negativo, si è invece osservato come proprio la nozione comunitaria di pratica commerciale scorretta sia riferita alle sole pratiche il cui intento diretto sia quello di influenzare le decisioni di natura commerciale dei consumatori relative a prodotti e non alle pratiche realizzate principalmente per altri scopi, come accade per le comunicazioni commerciali rivolte agli investitori, per le relazioni annuali e le pubblicazioni promozionali delle aziende»³⁶².

5. Questioni di diritto internazionale privato

Nell'ipotesi di controversie che vedano coinvolte le agenzie di *rating*, non è inconsueto che si pongano questioni di diritto internazionale privato e processuale, trattandosi sovente di fattispecie che non sono legate esclusivamente ad un singolo Stato, ma presentano elementi di estraneità ovvero di transnazionalità rispetto al singolo ordinamento nazionale.

La natura comunemente transfrontaliera dell'attività delle agenzie di *rating* porta dunque ad interrogarsi su quale sia il giudice competente a decidere il caso di specie

del prodotto, posta in essere da un professionista, in relazione alla promozione, vendita o fornitura di un prodotto ai consumatori».

³⁶² SANNA P., *op. cit.*, p. 173.

nonché su quale sia il diritto applicabile per risolvere la controversia.

La questione dell'individuazione del giudice nazionale competente nonché della legge nazionale applicabile rimane aperta non soltanto con riferimento alle agenzie di *rating* del credito non registrate nell'Unione Europea, come tali non soggette alla normativa del Regolamento CE n. 1060/2009, ma anche con riferimento alle agenzie di *rating* registrate, soggette alla disciplina comunitaria. La nuova norma di cui all'art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009, introdotta dal Regolamento UE n. 462/2013, non detta infatti una disciplina specifica né per l'individuazione del giudice nazionale competente né per l'individuazione del diritto nazionale applicabile (ove quest'ultimo assuma rilevanza: cfr. art. 35 *bis*, par. 4), limitandosi a rinviare alle norme di diritto internazionale privato. In verità la Commissione giuridica aveva avanzato la proposta di inserire nel nuovo art. 35 *bis* un paragrafo (nel Parere della Commissione giuridica indicato con il numero 6) che stabilisse che «Il giudice competente è quello dello Stato membro in cui risiedeva l'investitore che ha subito il danno nel momento in cui si è verificato»³⁶³, tale disposizione non ha, però, trovato accoglimento nella versione definitiva dell'art. 35 *bis*. Sicché occorre

³⁶³ *Parere della commissione giuridica destinato alla commissione per i problemi economici e monetari. 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)0747 – C7-0420/2011 – 2011/361(COD)), 2011/0361(COD), Relatore per parere: Cecilia Wikström, 3 maggio 2012, disponibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/ju-ri/ad/900/900331/900331it.pdf, p. 5.*

ragionare intorno alla disciplina generale di diritto internazionale privato e processuale.

Occorre innanzitutto stabilire quando sussiste la giurisdizione del giudice italiano in merito alle domande risarcitorie proposte nei confronti delle agenzie di *rating*. Occorre infatti tenere presente che «*La parte responsabile dell'illecito, l'agenzia, è di solito una impresa multinazionale. Anche se spesso essa opera nei singoli mercati nazionali attraverso società interamente controllate costituite ai sensi della legge locale, la gestione dei flussi informativi e la elaborazione dei dati su cui si fondano le valutazioni del merito di credito restano verosimilmente accentrate presso la holding. E chi chiede il ristoro dei danni sofferti ad esito di valutazioni errate ha interesse ad agire nei confronti della holding, eventualmente in concorso con la controllata, considerati i ben più solidi mezzi patrimoniali di cui la prima normalmente dispone*»³⁶⁴.

In proposito si ricorda che il Regolamento CE 44/2001 (Regolamento del Consiglio n. 44 del 22 dicembre 2000, pubblicato in Gazzetta UE 16/01/2001, n. 12: “Regolamento del Consiglio concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale”), all'art. 5, punto 3 stabilisce che «[l]a persona domiciliata nel territorio di uno Stato membro può essere convenuta in un altro Stato membro (...) in materia di illeciti civili dolosi o colposi, davanti al *giudice del luogo in cui l'evento dannoso è avvenuto o può avvenire*» [corsivo di chi scrive].

³⁶⁴ BENEDETTELLI M.V., *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, p. 477.

In materia di competenza giurisdizionale va richiamata una recente pronuncia della Sezioni Unite³⁶⁵.

Nel caso di specie, alcune società convenivano davanti al giudice italiano le agenzie statunitensi di *rating* Standard&Poor's Rating Services e Moody's Investors Service Inc. per sentirle condannare al risarcimento del danno dalle prime subito per aver investito in titoli sulla base del *rating* agli stessi (erroneamente) attribuito; in particolare, le attrici denunciavano che le convenute avevano tenuto, nello svolgimento dell'attività di assegnazione del *rating*, due condotte illecite, consistenti (i) la prima nell'aver attribuito ai titoli in questione un *rating* superiore al loro effettivo valore (ed in tal caso l'evento dannoso andrebbe individuato nell'aver effettuato l'investimento risultato poi sin dall'origine privo di valore) e (ii) la seconda nel non avere tempestivamente declassato i titoli in ragione della loro perdita di valore (ed in tal caso l'evento dannoso andrebbe individuato nella perdita di valore dei titoli e nella mancata vendita degli stessi).

Costituitesi, le convenute agenzie di *rating* eccepivano il difetto di giurisdizione del giudice italiano; alla predetta eccezione faceva seguito la proposizione, da parte delle attrici, del regolamento preventivo di giurisdizione *ex art.* 41 cod. proc. civ..

Nell'interpretare la locuzione «luogo in cui l'evento dannoso è avvenuto o può avvenire» le Sezioni Unite, conformandosi alla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione Europea, hanno enunciato il seguente principio di diritto: «L'art. 5, n. 3, del Regolamento CE 44/2001 il quale stabilisce il criterio di collegamento per

³⁶⁵ Cass. civ., sez. un., 22 maggio 2012, n. 8076, in *Resp. civ. e prev.* 2013, 3, 891.

individuare la giurisdizione in materia di delitti e quasi delitti nel “luogo in cui l’evento dannoso è avvenuto o può avvenire” va interpretato nel senso che per tale luogo deve intendersi quello in cui è avvenuta la lesione del diritto della vittima, senza avere riguardo al luogo dove si sono verificate o potranno verificarsi le conseguenze future di tale lesione; ne consegue che l’azione proposta contro una società di “rating”, che non ha sede e non opera in Italia, per il risarcimento del danno conseguente all’ipotizzato errore nella valutazione di titoli finanziari acquistati fuori dal territorio nazionale è sottratta alla giurisdizione del giudice italiano» (Cass. civ., s.u., 22 maggio 2012, n. 8076, in *Resp. civ. e prev.* 2013, 3, 891, con nota di SALERNO).

Le Sezioni Unite rilevano che, nella specie, il luogo in cui è avvenuta la pretesa lesione del diritto delle ricorrenti (ossia il depauperamento del loro patrimonio) è quello in cui i titoli sono stati acquistati ad un valore superiore a quello reale (ossia Londra), senza che al riguardo possa assumere alcun rilievo né il luogo in cui ha sede la banca depositaria dei titoli stessi, né quello in cui il *rating* è emesso; viene, di conseguenza, esclusa la giurisdizione del giudice italiano³⁶⁶.

6. La responsabilità dell’ESMA

Al termine dell’indagine sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori

³⁶⁶ Per approfondimenti si rinvia a SALERNO L., *Brevi note in tema di «luogo dell’evento dannoso» ed itinerario interpretativo dell’art. 5 n. 3 del Regolamento CE 44/2001*, in *Resp. civ. e prev.* 2013, 3, pp. 893 ss.

occorre domandarsi se, accanto alla responsabilità del *rater* per la diffusione di informazioni (*rating*) inesatte, sia ipotizzabile una responsabilità concorrente e solidale *ex art.* 2055 cod. civ. (oltre che di altri soggetti privati, quali organi dell'emittente e società di revisione, anche) delle Autorità indipendenti tenute a vigilare sul corretto operare delle società di *rating*. Il riferimento è, in particolare, all'ESMA, che, ai sensi del Titolo III del Regolamento CE n. 1060/2009 ss.mm. (spec. artt. 21 ss.) è l'autorità tenuta, in via primaria, a vigilare sul rispetto della normativa europea da parte delle società di *rating*.

All'interno della normativa di stampo comunitario non vi è alcuna norma che espressamente disponga in tal senso. Facendo, però, applicazione degli approdi cui sono ormai giunte la letteratura e la giurisprudenza nostrane in materia di responsabilità delle Autorità indipendenti per omessa attività di vigilanza (si ricordi, in particolare, il tema della responsabilità della Consob per omesso controllo circa la veridicità di un prospetto³⁶⁷) la risposta dovrebbe essere affermativa³⁶⁸.

³⁶⁷ Il *leading case* è rappresentato dalla sentenza della Cass. civ., sez. I, 3 marzo 2001, n. 3132, in *Nuova giur. civ. comm.* 2002, I, 153 (nota di ANDÒ), in *Banca Borsa Titoli di Credito* 2002, II, 10 (nota di PERRONE).

³⁶⁸ In tal senso, PERASSI M., *op. cit.*, p. 419: «Poiché le violazioni del Regolamento indicate nella norma (cioè quelle elencate nell'Allegato III) legittimano poteri di intervento dell'ESMA nei confronti delle agenzie che commettono queste violazioni, ai sensi dell'art. 24 del Regolamento, che vanno dalla sospensione temporanea del valore regolamentare dei *ratings* al divieto per un certo periodo di emettere *ratings*, sino alla revoca della registrazione delle agenzie, è legittimo ritenere che i poteri di vigilanza dell'Autorità potranno essere considerati, una volta approvata la riforma del Regolamento [poi effettivamente approvata nel 2013: ndr], come forma di tutela dell'investitore, la

cui mancata attivazione potrebbe dar luogo a responsabilità a carico della stessa Autorità».

SEZIONE III

LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING* NEI CONFRONTI DEGLI EMITTENTI

SOMMARIO: 1. Responsabilità contrattuale (*solicited rating*) e responsabilità extracontrattuale (*unsolicited rating*) delle agenzie di *rating* nei confronti degli emittenti – 2. Il danno subito dall'emittente nell'ipotesi di *rating* errato per difetto – 3. Il danno subito dall'emittente nell'ipotesi di *rating* errato per eccesso – 4. (segue) Un caso concreto: Tribunale di Milano, sesta sezione civile, 1° luglio 2011, n. 8790

1. Responsabilità contrattuale (*solicited rating*) e responsabilità extracontrattuale (*unsolicited rating*) delle agenzie di *rating* nei confronti degli emittenti

L'emissione di *rating* non corretti può danneggiare, oltre agli investitori che sugli stessi abbiano riposto affidamento, anche gli emittenti, che possono vedere attribuita a sé medesimi (*rating* dell'emittente) o ai propri prodotti finanziari (*rating* dell'emissione) una valutazione non corretta in quanto non conforme al proprio reale merito di credito. In tale ipotesi, la diffusione di un *rating* inesatto produce un danno direttamente nella sfera giuridica del soggetto su cui verte l'informazione (*i.e.* l'emittente)³⁶⁹.

³⁶⁹ La “valutazione” può assumere la veste di una vera e propria “sanzione sociale” (cfr. ZENO-ZENCOVICH V., *Comunicazione, reputazione, sanzione*, in *Dir. dell'informazione e dell'informatica* 2007, 2, pp. 270 ss.); da qui l'estrema importanza che la stessa sia corretta.

Come si è già ampiamente detto nel corso della trattazione, il *rating* rappresenta uno strumento molto importante non solo per gli investitori, ma anche per gli emittenti, in quanto l'ottenimento di un *rating* elevato permette a questi ultimi l'accesso a determinati mercati, facilita il successo dell'emissione e permette di diminuire i costi di raccolta del capitale (minore è il rischio di credito, più bassi sono gli interessi che l'emittente dovrà corrispondere all'investitore a titolo di remunerazione del capitale investito). Anche gli emittenti possono essere dunque danneggiati dalla diffusione di valutazioni non corrette sul proprio conto o sul conto dei propri prodotti finanziari, con la conseguenza che anch'essi potranno agire in giudizio per chiedere all'agenzia di *rating* autrice della valutazione errata il risarcimento del danno subito.

Come già per l'ipotesi di responsabilità del *rater* nei confronti degli investitori, anche nell'ipotesi di responsabilità del *rater* nei confronti dell'emittente il risarcimento del danno patito potrà essere domandato, a seconda dei casi, in via contrattuale o in via extracontrattuale.

La prima ipotesi (responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'emittente) si configura nel caso in cui l'emittente stesso incarichi l'agenzia di *rating* di valutare il merito creditizio proprio o di un proprio strumento finanziario, obbligandosi in cambio a pagare un corrispettivo per l'attività svolta (*solicited rating*). L'emittente è, dunque, contemporaneamente sia committente sia oggetto della valutazione del *rater*; ove quest'ultimo erri nell'effettuare le proprie analisi ed attribuisca all'oggetto della valutazione un *rating* non corrispondente al suo effettivo rischio di credito, l'emittente-committente potrà richiedere il risarcimento dei danni subiti a titolo di responsabilità

contrattuale, facendo valere il titolo negoziale che lega i due soggetti³⁷⁰. Seguendo le sopra descritte regole che disciplinano l'onere della prova in materia contrattuale (cfr. *supra* § 2.1), l'emittente-creditore dovrà soltanto fornire la prova dell'esistenza del contratto intercorso tra sé medesimo e l'agenzia di *rating*, limitandosi ad allegare l'inadempimento o il non esatto adempimento da parte del *rater*-debitore; spetterà a quest'ultimo fornire la prova di aver esattamente adempiuto la propria prestazione oppure che la prestazione è diventata impossibile per causa a lui non imputabile.

Troveranno, ovviamente, applicazione tutte le regole dettate in materia di responsabilità contrattuale, tra cui quella secondo cui entrambe le parti devono eseguire il contratto secondo buona fede (art. 1375 cod. civ.); ciò significa, ad esempio, che l'emittente dovrà fornire al *rater* tutte le informazioni necessarie per l'espletamento dell'incarico, e che tali informazioni dovranno essere complete, puntuali, aggiornate e veritiere; a sua volta il *rater* dovrà assicurare che le informazioni riservate comunicategli in via confidenziale dall'emittente verranno utilizzate esclusivamente ai fini dell'emissione del *rating* e non verranno divulgate a terzi^{371 372}. Tale ipotesi

³⁷⁰ Nota la dottrina che la preesistenza di un contratto rende l'ipotesi in esame di difficile verifica pratica, sia perché l'entità valutata può segnalare al valutatore la erroneità del *rating* e, al limite, pretenderne la non pubblicazione, sia perché, nell'ipotesi di *rating* sollecitato, le agenzie tendono solitamente a "lusingare" l'emittente attribuendogli una valutazione a lui gradita in modo tale da assicurarselo come cliente anche per il futuro (SANNA P., *op. cit.*, pp. 177-178).

³⁷¹ E proprio l'assicurazione da parte dell'agenzia di *rating* che le informazioni riservate dell'emittente non verranno divulgate a terzi è uno degli elementi che spingono l'emittente a rivolgersi alle

(responsabilità contrattuale) non presente particolari profili di problematicità, trattandosi di una tipica ipotesi di responsabilità da inadempimento dell'obbligazione *ex art.* 1218 c.c.. Con riferimento alla qualificazione giuridica del contratto di *rating*, si rinvia alle considerazioni già svolte nel § 2.

Altra ipotesi è quella in cui l'agenzia di *rating* sia chiamata a rispondere del danno cagionato all'emittente a titolo di responsabilità extracontrattuale. Si verterà in una fattispecie di responsabilità aquiliana ogniqualvolta l'agenzia di *rating*, senza aver ricevuto un incarico espresso da parte dell'emittente (e, quindi, in assenza di un vincolo contrattuale che leghi il *rater* all'emittente-oggetto della valutazione), proceda ad emettere un *rating* relativamente allo stesso e/o alle sue emissioni, di propria spontanea iniziativa (*unsolicited rating*) o su richiesta di uno o più investitori (*rating investor paid*). In questa ipotesi, mancando un vincolo negoziale tra emittente-danneggiato e *rater*-danneggiante, troverà applicazione il

società di *rating*. Cfr. COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., p. 287: «To minimize its cost of capital, the debt issuer has an incentive to disclose information that shows the superior quality of its debt securities. It can do this by (a) disseminating information to the world at large; or (b) sharing confidential information that may be proprietary and non-public with a third party (the credit-rating agency) who can evaluate and verify its disclosures without revealing non-public information to the world (or, most importantly, to the firm's competitors)».

³⁷² Sul contenuto della prestazione dell'agenzia di *rating* cfr. M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti* 2010, 4, p. 291 s..

generale principio di *neminem laedere* di cui all'art. 2043 cod. civ.³⁷³.

Quanto alla disciplina della concorrenza sleale (art. 2598 ss. cod. civ.)³⁷⁴, deve rilevarsi che la stessa ha, nella

³⁷³ PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 150: «Il quadro cambia radicalmente qualora il *rating* eccessivamente basso sia spontaneamente emesso dall'agenzia (*unsolicited*). In tal caso, non sussistendo alcun preesistente legame contrattuale con l'emittente danneggiato, la responsabilità sarà (...) di natura extracontrattuale e potrà ricorrere sia a titolo doloso che colposo e l'ingiustizia del danno prodotto è data dalla lesione negativa della c.d. "libertà contrattuale", che si ha ogni volta che tramite la condotta di un terzo viene lesa l'aspettativa di concludere un determinato contratto».

³⁷⁴ Per quanto riguarda il rapporto tra illecito civile ed illecito concorrenziale, la giurisprudenza «ha spesso accolto il principio della c.d. sussidiarietà necessaria. In base a tale principio, quando ci si trovi in presenza di un fatto oggettivamente suscumbibile entro l'art. 2598 c.c., ma la norma risulti inapplicabile per carenza dei requisiti soggettivi (mancanza di rapporto concorrenziale tra i due soggetti, ovvero della qualifica imprenditore nel soggetto attivo), la fattispecie ricadrebbe *tout court* entro l'ambito di applicazione dell'art. 2043 c.c. Alla base del principio sta l'idea che sia ravvisabile un rapporto di *species* a *genus* tra illecito concorrenziale ed illecito aquiliano (...). A partire dal principio della sussidiarietà dell'illecito civile rispetto all'illecito concorrenziale, di fatto però, soprattutto in passato, la giurisprudenza ne ha tratto un'ulteriore conseguenza: ogni volta che risulti provato il danno, il nesso di causalità e la colpevolezza dell'agente, risulterebbero individuati i presupposti per l'ascrizione di una responsabilità *ex art. 2043 c.c.* Da ciò deduce che non debba essere concretamente accertato il requisito della ingiustizia del danno; il quale risulterebbe invece *in re ipsa* per la lesione del diritto assoluto all'iniziativa economica privata tutelato *ex art. 2598 c.c.*» (A. FUSARO, *Informazioni economiche e "reputazione d'impresa" nell'orizzonte dell'illecito civile*, cit., pp. 50-51).

fattispecie in esame, un'area di operatività estremamente limitata. Potrebbe, ad esempio, individuarsi un'ipotesi di concorrenza sleale laddove l'agenzia di *rating*, la quale intenda favorire un determinato imprenditore (ad esempio, un cliente importante oppure una società nella quale detiene importanti partecipazioni), diffonda intenzionalmente *rating* sfavorevoli e non corrispondenti al vero su un imprenditore concorrente³⁷⁵.

Quanto alla applicabilità della disciplina di cui all'art. 15 del d.lgs. n. 196 del 2003 in materia di trattamento dei dati personali si rinvia alla trattazione svolta nella successiva sezione V, § 3.2.1.

Occorre ora soffermarsi ad indagare quali sono i danni dei quali l'emittente può chiedere il risarcimento all'agenzia di *rating*. A differenza che nell'ipotesi di

Contraria al principio della c.d. sussidiarietà necessaria è la stessa A. (pp. 53 ss.), la quale ritiene che «la relazione tra l'illecito concorrenziale, così come disciplinato dagli artt. 2598 ss. c.c., e l'illecito civile *ex art. 2043 c.c.*, è di sostanziale parallelismo, e non di inclusione della prima nella seconda o viceversa» (p. 60).

³⁷⁵ Cfr. A. FUSARO, *Informazioni economiche e "reputazione d'impresa" nell'orizzonte dell'illecito civile*, 2^a ed., Giappichelli, Torino, 2010, p. 34: «Si ammette (...) che l'atto [di concorrenza sleale: ndr] possa provenire da un soggetto che, pur non trovandosi in un rapporto di diretta concorrenza con l'imprenditore, ponga in essere uno degli atti di cui all'art. 2598 c.c. nell'interesse di un concorrente». Cfr. altresì p. 35; sulla questione circa la possibilità di applicare in via analogica la norma di cui all'art. 2598 cod. civ. cfr. pp. 37 ss..

Sostiene, invece, la inapplicabilità dell'art. 2598 cod. civ. all'ipotesi di responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti dell'emittente SANNA P., *op. cit.*, p. 181 (eccezione fatta per l'ipotesi in cui si accogliesse il criterio della sussidiarietà necessaria della tutela aquiliana *ex art. 2043 cod. civ.* rispetto alla tutela concorrenziale: nt. 17).

danno cagionato all'investitore (che è il soggetto destinatario dell'informazione), nelle ipotesi in esame il danno interessa direttamente la sfera dell'emittente, ossia del soggetto sul quale verte l'informazione. La lesione può riguardare sia la sfera patrimoniale dell'emittente-danneggiato (danno patrimoniale) sia la sfera non patrimoniale (danno non patrimoniale).

Nel prosieguo verranno esaminate separatamente l'ipotesi in cui il danno sia prodotto dalla diffusione di un *rating* errato per difetto e l'ipotesi in cui il danno sia cagionato dalla diffusione di un *rating* errato per eccesso.

2. Il danno subito dall'emittente nell'ipotesi di *rating* errato per difetto

È possibile che l'emittente patisca un danno a seguito della diffusione, da parte dell'agenzia di *rating*, di una valutazione troppo bassa e non corrispondente al suo reale merito di credito (*rating* errato per difetto). Si tratta di una situazione che presenta profili di somiglianza con la fattispecie di responsabilità per illegittima segnalazione alla Centrale dei rischi^{376 377}, la quale può essere sia

³⁷⁶ La Centrale dei Rischi (CR) è un sistema informativo sull'indebitamento della clientela verso le banche e le società finanziarie (intermediari). Essa ha l'obiettivo di: i) migliorare il processo di valutazione del merito di credito della clientela; ii) innalzare la qualità del credito concesso dagli intermediari; iii) rafforzare la stabilità finanziaria del sistema creditizio (fonte: http://www.bancaditalia.it/statistiche/racc_datser/intermediari/centralrisk).

³⁷⁷ Sulla responsabilità da illegittima segnalazione alla Centrale dei rischi v., tra i molti, SANGIOVANNI V., *op. cit.*, pp. 250 ss.; FRIGENI C., *Segnalazioni presso le centrali rischi creditizie e tutela*

contrattuale che extracontrattuale; il danno che ne deriva può essere tanto patrimoniale (revoca degli affidamenti e difficoltà nel reperire credito, che possono produrre sia danno emergente che lucro cessante) quanto non patrimoniale (danno all'immagine, lesione della reputazione personale e commerciale)³⁷⁸.

La prospettazione di una situazione economico-finanziaria dell'emittente deteriore rispetto a quella reale può facilmente cagionare pregiudizio alla sfera patrimoniale di quest'ultimo: ove il pubblico degli

dell'interessato: profili evolutivi, in *Banca Borsa Titoli di Credito* 2013, 4, pp. 365 ss..

³⁷⁸ Cfr. FRIGENI C., *op. cit.*, pp. 394-395: «Al proposito va osservato che, a prescindere dal titolo di responsabilità fatto valere dal cliente, è pacifico che egli sia legittimato a ottenere il risarcimento tanto del danno patrimoniale che di quello non patrimoniale. In particolare, la possibilità di superare il limite posto dall'art. 2056 c.c. viene giustificata, oltre che con il richiamo all'esplicita previsione sul punto contenuta nel Codice privacy, con l'osservazione – maturata sulla scorta delle acquisizioni giurisprudenziali – che gli interessi lesi dalla pubblicazione di una segnalazione pregiudizievole, in quanto strettamente connessi alla sfera della persona, ricevono una protezione di rango costituzionale che non soffre limitazioni in punto di danno risarcibile, sicché si ritiene che anche il danno non patrimoniale possa sempre essere chiesto. Volendo ulteriormente dettagliare il discorso, è da osservare che alla prima categoria – quella del danno patrimoniale – appartengono le voci di danno rappresentate dalla perdita di chance derivante dalla impossibilità di ottenere tempestivo accesso al credito a causa della ingiustificata presenza di una segnalazione pregiudizievole presso una centrale rischi e dall'incremento degli oneri sostenuti per un determinato affidamento, conseguenti, ad esempio, all'attribuzione di una classe di merito creditizio inferiore a quella che sarebbe spettata al cliente in mancanza della segnalazione pregiudizievole ». Cfr. altresì SANGIOVANNI V., *op. cit.*, pp. 256-257.

investitori sia persuaso che l'emittente e/o i suoi prodotti sono scarsamente affidabili dal punto di vista creditizio, avendo ricevuto un *rating* non favorevole, gli stessi potranno determinarsi a non acquistare i relativi titoli o, nel caso in cui tali titoli già detengano nel proprio portafoglio, a dismetterli. In ogni caso, l'attribuzione all'emittente di un giudizio negativo ha ripercussioni sia sul prezzo dei suoi titoli (che, al peggiorare del *rating*, tende a diminuire) sia sul rendimento promesso (che, al contrario, tende ad aumentare: per rendere l'investimento appetibile, il maggior grado di rischio deve essere compensato da una promessa di rendimento più elevato, che si traduce nella promessa all'investitore di maggiori tassi di interessi e, perciò, in costi più alti per l'emittente). Non bisogna, poi, dimenticare che l'accesso a determinati mercati è consentito solamente ad emittenti che godano di un certo livello minimo *rating* (solitamente di livello *investment grade*); sicché, ove il *rating* (erroneamente) assegnato si collochi al di sotto della soglia minima richiesta, all'emittente sarà precluso operare in quella determinata fetta di mercato.

Da quanto sin qui detto risulta chiaro come una valutazione del rischio di credito ingiustificatamente bassa possa produrre un danno patrimoniale in capo all'emittente, danno che si traduce nella difficoltà di collocare i propri titoli sul mercato, nella diminuzione dei prezzi dei titoli, in un più elevato costo per la raccolta di finanziamenti (sotto forma di tassi di interesse più elevati) e nell'impossibilità di accedere a determinate fette di mercato³⁷⁹. Nell'ipotesi di responsabilità extracontrattuale,

³⁷⁹ Sul danno patrimoniale subito dall'emittente-committente si rinvia a M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale*

l'ingiustizia del danno può individuarsi nella lesione della libertà contrattuale intesa in senso negativo, nella lesione dell'interesse alla reputazione economica dell'impresa valutata declinata come aspettativa di guadagno³⁸⁰, o, ancora, nella lesione della libertà di iniziativa economia privata *ex art. 41 Cost.*

Ma, nell'ipotesi in cui l'informazione erronea danneggi il soggetto su cui l'informazione verte, vengono ad assumere piena rilevanza anche diritti di contenuto non patrimoniale (art. 2059 cod. civ.), come l'onore, la reputazione, l'immagine, l'identità personale e commerciale³⁸¹. Insomma, nel caso in cui l'agenzia di

dell'agenzia di rating nei confronti del committente, in *Obbl. e contr.* 2010, 4, pp. 298 ss..

³⁸⁰ SANNA P., *op. cit.*, p. 182.

³⁸¹ Cfr. FUSARO A., *Informazioni economiche e "reputazione d'impresa" nell'orizzonte dell'illecito civile*, cit., pp. 15-16: «Pur essendo identica la fonte del danno – e cioè l'informazione economica falsa o inesatta – il problema di una eventuale responsabilità nei confronti del soggetto su cui verte l'informazione si presenta in termini differenti rispetto alla responsabilità nei confronti dell'informato. E questo, non soltanto in quanto – come è immediatamente intuibile – non si pone in questo caso un problema di responsabilità da contatto sociale o a titolo contrattuale (salvo il caso in cui vi fosse tra i due soggetti un vincolo contrattuale), ma soprattutto in quanto la circolazione di informazioni economiche false o inesatte si presenta, in questo campo, come lesiva di interessi in buona parte diversi: il soggetto "non dedurrà di essere stato fuorviato dalla falsa informazione ma di essere stato leso nel valore d'uso della sua rappresentazione pubblica". In particolare, ciò che distingue in maniera evidente la responsabilità nei confronti dell'informato dalla responsabilità nei confronti del soggetto su cui verte l'informazione è che nel secondo caso, e non nel primo, l'interesse leso può essere anche di carattere non patrimoniale. La comunicazione ad altri di informazioni economiche false o inesatte nei confronti di un determinato soggetto può infatti porsi come

rating diffonda una valutazione negativa non conforme al reale rischio di credito dell'emittente, accanto alla lesione di interessi patrimoniali si può prospettare anche la lesione di interessi non patrimoniali dell'emittente (danno non patrimoniale)³⁸²; anche se, come pone in luce la dottrina, «la distinzione, tra ciò che è patrimoniale e ciò che non lo è, risulta in questo campo particolarmente difficile da tracciare, soprattutto quando si voglia operare con concetti non facili da definire come quelli di “reputazione economica” o “reputazione d'impresa”»³⁸³.

Che la diffusione di notizie inesatte possa ledere la reputazione economica³⁸⁴ del soggetto (intesa come trasposizione, nel settore dei rapporti commerciali, del diritto all'onore della persona) cui tali notizie si riferiscono è principio pacifico, da tempo riconosciuto sia in giurisprudenza³⁸⁵ che in dottrina³⁸⁶. Il danno di natura non

lesiva di interessi o diritti di natura patrimoniale o alternativamente di interessi o diritti di carattere personale o non patrimoniale».

³⁸² Sulla risarcibilità del danno non patrimoniale legato alla lesione del diritto all'immagine delle persone giuridiche private cfr. MUSIO A., *Profili civilistici del danno all'immagine delle persone giuridiche*, in F. AVERSANO, A. LAINO e A. MUSIO, *Il danno all'immagine delle persone giuridiche. Profili civilistici, penalistici ed erariali*, Giappichelli, Torino, 2012, pp. 15 ss., ove ampi riferimenti giurisprudenziali.

³⁸³ FUSARO A., *Informazioni economiche e “reputazione d'impresa” nell'orizzonte dell'illecito civile*, cit., p. 16.

³⁸⁴ Sulla nozione di reputazione economica e l'individuazione nella stessa di due diverse componenti (interesse patrimoniale e diritto della personalità) cfr. FUSARO A., *Informazioni economiche e “reputazione d'impresa” nell'orizzonte dell'illecito civile*, cit., pp. 17 ss..

³⁸⁵ Cfr. Cass. civ., sez. III, 11 ottobre 1978, n. 4538, in *Resp. civ. e prev.* 1979, 747: «La comunicazione fatta da un soggetto ad un altro e ad esso riservata può dar luogo a responsabilità di chi tale

patrimoniale che il *rating* sfavorevole può cagionare consiste, per l'appunto, nella lesione della reputazione economica dell'imprenditore-emittente. E la reputazione d'impresa viene considerata un vero e proprio "bene": «[s]i tratta naturalmente di un "bene" a carattere in prevalenza immateriale – dunque non facilmente quantificabile –, e che pure assume un peso determinante nella vita dell'impresa perché in grado di offrire maggiore vantaggio competitivo. Una buona reputazione può in effetti essere determinante per influenzare la scelta del consumatore, oltre che rappresentare un importante potenziale per l'organizzazione della vita dell'impresa (si pensi alla maggiore facilità di ottenere finanziamenti, all'accrescimento delle possibilità di acquisire partners aziendali o alla capacità di attrarre personale qualificato e motivato)»³⁸⁷.

3. Il danno subito dall'emittente nell'ipotesi di *rating* errato per eccesso

Ci si domanda se l'emittente possa lamentare di aver subito un danno nel caso in cui il *rating* assegnato sia troppo favorevole rispetto al suo reale merito di credito

comunicazione con colpa abbia fatto, se la circolazione dell'informazione provoca lesioni alla reputazione economica dell'investigato».

³⁸⁶ M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbl. e contr.* 2010, 4, p. 299 ad esempio parla di «fattispecie (...) lesive dei diritti di immagine e reputazione commerciale del committente».

³⁸⁷ FUSARO A., *Informazioni economiche e "reputazione d'impresa" nell'orizzonte dell'illecito civile*, cit., pp. 1-2.

(*rating* errato per eccesso). Occorre distinguere tra danno patrimoniale e danno non patrimoniale.

Con riferimento al danno non patrimoniale per lesione della reputazione economica, si ritiene non vi siano difficoltà nell'affermare che lo stesso non ricorra nel caso in cui il *rating* assegnato dall'agenzia sia superiore all'effettivo merito di credito dell'oggetto della valutazione; non si vede, infatti, in quale modo una valutazione favorevole (seppur immeritata) possa ledere la reputazione economica dell'entità valutata.

Discorso diverso è quello che concerne il danno patrimoniale. Certo appare difficile immaginare che l'emittente possa subire un danno alla propria sfera patrimoniale in conseguenza dell'emissione di un giudizio favorevole; normalmente, infatti, l'attribuzione di un *rating* favorevole comporta conseguenze positive per l'emittente sul piano economico, quali l'aumento del prezzo dei titoli e la diminuzione del rendimento promesso. Tuttavia sono emersi nella pratica alcuni (seppur rari) casi nei quali l'emittente ha affermato di aver patito conseguenze patrimoniali pregiudizievoli a causa della diffusione di un *rating* eccessivamente favorevole.

Un primo caso è venuto alla luce nell'ordinamento statunitense; si tratta della causa *County of Orange v. McGraw-Hill Cos., Inc.*³⁸⁸. Nella specie, un ente locale (Contea di Orange), committente dell'agenzia di *rating* Standard&Poor's, lamentava di essere stato danneggiato

³⁸⁸ *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154 (C.D. Cal. 1999). Il caso è riportato da FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., pp. 190 ss., alla quale si rinvia per una più compiuta esposizione delle vicende giudiziarie; GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Società* 2011, 12, p. 1452, nt. 3.

dal *rating* eccessivamente favorevole assegnatole dall'agenzia di *rating*; l'ente locale sosteneva, infatti, che l'assegnazione di un *rating* positivo l'aveva indotto ad indebitarsi oltre misura attraverso l'emissione di titoli obbligazionari. L'ente locale, considerando l'agenzia di *rating* responsabile di inesatto adempimento delle proprie obbligazioni contrattuali, citò in giudizio quest'ultima per *breach of contract* e *professional negligence*, sostenendo che un esame più diligente avrebbe svelato la debolezza dell'ente. I giudici hanno in questo caso riconosciuto la responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'ente-committente.

Un caso analogo si è verificato di recente anche nel nostro Paese; su di esso è stato chiamato a pronunciarsi il Tribunale di Milano. Si tratta di una pronuncia interessante, anche perché è una delle prime (e, per il momento, delle poche) in Italia ad affrontare da vicino il tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito. Ad essa verrà dedicato il paragrafo che segue.

4. (segue) Un caso concreto: Tribunale di Milano, sesta sezione civile, 1° luglio 2011, n. 8790³⁸⁹

In Italia non è copiosa la giurisprudenza che sinora ha avuto occasione di occuparsi *funditus* della questione della responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito. Tra le poche pronunce che si annoverano in materia va segnalata quella del Tribunale di Milano del 1° luglio

³⁸⁹ Tribunale di Milano, sesta sezione civile, 1° luglio 2011, n. 8790, in *Società* 2011, 12, pp. 1444 ss. (commento di GIUDICI).

2011, n. 8790³⁹⁰, interessante perché è la prima che nel nostro Paese si sofferma ad indagare il tema della responsabilità delle società di *rating* nei confronti dell'emittente.

La vicenda giudiziaria ha origine nell'autunno del 2005, quando le società Parmalat Finanziaria s.p.a. e Parmalat s.p.a., entrambe poste in amministrazione straordinaria, in persona del commissario straordinario³⁹¹, convenivano innanzi al Tribunale di Milano The McGraw-Hill Companies s.r.l., divisione italiana della società di *rating* Standard&Poor's, e The McGraw-Hill Companies s.a., divisione francese della società di *rating* Standard&Poor's, per sentirle condannare al risarcimento

³⁹⁰ Si apprende dalla lettura di PONZANELLI G., *op. cit.*, p. 448, il quale è stato uno dei patroni difensivi dell'agenzia di *rating*, che la pronuncia del Tribunale di Milano è stata appellata. Al momento, non si ha ancora notizia dell'esito del processo d'appello.

³⁹¹ Ai sensi dell'art. 2, comma 2 *bis* del d.l. 23 dicembre 2003, n. 347, convertito, con modificazioni, in l. 18 febbraio 2004, n. 39 (Misure urgenti per la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza), «[i]l decreto di cui al comma 2 [decreto del Ministro delle attività produttive che ammette l'impresa alla procedura di amministrazione straordinaria e nomina il commissario straordinario: ndr] determina lo spossessamento del debitore e l'affidamento al commissario straordinario della gestione dell'impresa e dell'amministrazione dei beni dell'imprenditore insolvente. Determina altresì gli effetti di cui all'articolo 48 del decreto legislativo n. 270 e agli articoli 42, 44, 45, 46 e 47 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267. Nelle controversie, anche in corso, relative a rapporti di diritto patrimoniale dell'impresa, sta in giudizio il commissario straordinario».

Al commissario straordinario è successivamente subentrata, *ex art.* 111 c.p.c., la Parmalat s.p.a. quale assuntore della posizione del commissario straordinario in forza della sentenza n. 22/2005 emessa dal Tribunale di Parma.

dei danni derivanti tanto alle stesse società-attrici quanto alla massa creditoria, secondo un duplice titolo di responsabilità: contrattuale, per i danni patiti dall'emittente, ed extracontrattuale, per i danni patiti dai terzi investitori e, in generale, dalla massa creditoria delle attrici³⁹².

Le richieste delle società attrici si basavano sull'assunto che le convenute, fino a pochi giorni prima del fallimento del 2003, avevano continuato ad assegnare a Parmalat *rating* ampiamente positivi, pur essendo consapevoli del fatto che tali giudizi erano ben più favorevoli di quanto avrebbe dovuto essere sulla base di una valutazione indipendente e corretta, e ciò in contrasto con le regole di valutazione elaborate dalle agenzie medesime³⁹³.

Il titolo in base al quale le società di *rating* vengono chiamate a rispondere per i danni cagionati

³⁹² «in particolare, chiedevano il risarcimento dei danni procurati (a) ai creditori ed agli obbligazionisti di P. i quali, se correttamente informati, si sarebbero astenuti dall'acquistare le obbligazioni emesse da varie società del gruppo P. negli anni 2001 e 2003 e rimaste insolute, per un importo pari a Euro 4.073.200.000,00 oltre interessi e rivalutazione; (b) a P. F. s.p.a. per il pagamento di corrispettivi del tutto ingiustificati, pari a Euro 784.120,00 oltre interessi e rivalutazione (c) ad entrambe le società attrici, per aver S. & P. contribuito in maniera determinante all'aggravamento del loro dissesto ed all'esposizione debitoria nei confronti degli obbligazionisti per una somma pari a Euro 4.073.200.000,00; oltre interessi e rivalutazione».

³⁹³ «[o]sservavano le attrici come l'inadempimento di S.&P. fosse connotato addirittura dall'elemento soggettivo del dolo, essendo l'agenzia di rating assolutamente consapevole delle necessità stringente dell'assegnazione del rating, in vista del rilevante programma di emissioni obbligazionarie».

dall'assegnazione di *rating* eccessivamente generosi è quindi duplice: contrattuale ed extracontrattuale.

a) *Responsabilità contrattuale nei confronti dell'emittente.*

Con riferimento al contratto di *rating* intercorso tra Parmalat e Standard&Poor's le attrici chiedono: a) in primo luogo, accertarsi l'inadempimento delle società di *rating* convenute rispetto alle disposizioni contrattuali o di legge, con la conseguente condanna alla restituzione dell'importo percepito a titolo di corrispettivo (azione restitutoria); b) in secondo luogo, la condanna delle controparti in solido al risarcimento del danno procurato per il concorso nell'aggravamento del dissesto «e/o comunque ed in ogni caso per aver contribuito in modo determinate all'esposizione debitoria delle attrici nei confronti degli obbligazionisti» (azione risarcitoria).

Il commissario straordinario chiede, innanzitutto, la restituzione del corrispettivo percepito dalle agenzie di *rating* per l'incarico loro affidato di classare il merito creditizio dei titoli Parmalat.

Inoltre, il commissario straordinario chiede che le società di *rating* convenute siano condannate, a titolo di responsabilità contrattuale, a risarcire il danno patito dall'emittente Parmalat, per averne aggravato il dissesto rilasciando *rating* non corretti, in tal modo rendendosi inadempienti agli obblighi assunti contrattualmente con la stipula dei contratti di *rating* (le obbligazioni contrattuali in questione scaturivano dalla stipula di diversi contratti di *rating* nel periodo compreso tra il 2 giugno 2000 ed il 13 febbraio 2003). Nella specie, l'aggravamento della esposizione debitoria di Parmalat sarebbe – afferma l'attore – causalmente riconducibile al rilascio, da parte dell'agenzia incaricata, di un *rating* (BBB-, ossia il livello

più basso della categoria *investment grade* – ma pur sempre *investment grade* –) non corretto, perché superiore al reale merito creditizio dell'entità valutata, *rating* che avrebbe facilitato la collocazione dei titoli Parmalat sul mercato rendendoli più appetibili per gli investitori; l'attribuzione del *rating* corretto (di categoria *non investment grade*) avrebbe dissuaso parte dei potenziali investitori dall'acquistare i titoli Parmalat, e la mancata collocazione dei titoli avrebbe evitato l'aggravarsi della sua esposizione debitoria. Viene perciò richiesto il risarcimento dei danni costituiti dall'aumentata esposizione debitoria che ha assottigliato il patrimonio quale generica garanzia *ex art. 2740 c.c.*.

I CC.TT.UU. analizzano criticamente l'emissione di sei *rating* (il primo rilasciato in data 15 novembre 2000, l'ultimo in data 15 settembre 2003) alla luce dei criteri elaborati dalla stessa convenuta Standard&Poor's e giungono alla conclusione che i *rating* assegnati a Parmalat non erano, sulla base delle informazioni e dei dati aziendali conosciuti o conoscibili da un operatore qualificato, coerenti con la categoria assegnata.

Una volta delineato il quadro istruttorio scaturente dalla consulenza tecnica d'ufficio, dal quale risulta la condotta gravemente inadempiente delle agenzie di *rating*, il giudice meneghino passa ad esaminare le questioni relative a: a) l'inadempimento delle agenzie di *rating* e la domanda di risoluzione del contratto e restituzione del corrispettivo; b) il risarcimento del danno.

Quanto alla prima questione (a), l'indagine del giudice si concentra su due punti, ossia (i) la diligenza delle agenzie di *rating* nell'adempimento degli obblighi assunti contrattualmente e (ii) la questione se l'aver fornito, da parte dei dirigenti di Parmalat, dati falsati sia suscettibile

di escludere l'inadempimento delle società di *rating* convenute.

Quanto all'accertamento in ordine alla diligenza delle convenute (i), il giudice, interrogatosi sul «se l'agenzia abbia fornito in modo diligente e perito la propria prestazione professionale, avuto riguardo, essenzialmente, alle proprie regole metodologiche e tecniche e *senza alcuna pretesa di addebitare, a carico della stessa, l'obbligo di verifica – non sussistente dal punto di vista giuridico – circa la veridicità dei dati forniti dalla committenza* [corsivo di chi scrive]», dà al quesito risposta negativa, rilevando importanti condotte inadempienti del *rater* in occasione del rilascio di tutti e sei i *rating*³⁹⁴.

³⁹⁴ «Ed, invero, con riferimento a tutti i sei rilasci di *rating*, l'attività di S&P è stata caratterizzata da condotte inadempienti, concretizzatesi in continui disallineamenti delle elaborazioni rispetto alle regole tecniche contenute nei criteri di attribuzione del *rating*, sia quando al calcolo degli indici finanziari, i *key ratios*, sia quanto alla ricomprensione degli indici nelle relative classi di appartenenza, sulla base delle cd. mediane costruite dalla stessa S&P, nonché in rilevanti carenze informative. In aggiunta a ciò, i continui disallineamenti rispetto alle mediane, le frequenti modifiche del metodo di calcolo degli indici non sono stati affatto giustificati dalle odierne convenute, con la conseguenza che tutta l'attività è stata contraddistinta dalla ripetuta, macroscopica e consapevole violazione delle regole tecniche di cui ai predetti criteri, come è emerso dal materiale istruttorio sopra esposto».

Cfr. M. MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.* 2012, 5, p. 361: «la mancata osservanza degli standards da parte di S&P rappresenta una sorta di “soglia minima” del comportamento dovuto, la cui violazione determina *in re ipsa* un difetto di diligenza, senza possibilità per l'advisor di fornire prova contraria».

Con riferimento al Regolamento CE n. 1060/2009 il giudice meneghino osserva che, seppur esso non sia applicabile *ratione temporis* ai fatti di causa, esso, «nel sottolineare il ruolo fondamentale delle agenzie di rating sui mercati mobiliari e bancari mondiali e nel privilegiare il profilo della stabilità dei mercati, ha enucleato alcune regole metodologiche che, se non applicabili ai fatti di causa, sono comunque illuminanti. Tali regole riguardano il rigore, la sistematicità e la continuità nelle metodologie di rating, con la conseguenza che l'attribuzione del rating dovrebbe essere fondata su basi solide, al fine di evitare soluzioni di compromesso, frutto di indebite permeabilizzazioni da parte della committenza. In particolare, poi, le agenzie di rating dovrebbero rendere pubbliche le informazioni relative alle metodologie, ai modelli ed alle ipotesi principali di rating utilizzati nelle loro attività, in modo tale anche consentire agli utilizzatori del rating un autonomo giudizio in merito all'attendibilità della valutazione de qua. Sempre dal punto di vista metodologico, lo stesso regolamento ha previsto possibili e periodiche revisioni della metodologia, in considerazioni della normale variabilità dei mercati, invitando, peraltro, le agenzie a comunicare preventivamente qualsiasi modifica metodologica e ciò al fine di garantirne la trasparenza, a meno che non ricorrano condizioni del tutto eccezionali che rendano necessaria un'immediata modifica del rating».

Una volta evidenziati i plurimi inadempimenti a carico di Standard&Poor's, il giudice milanese si interroga se la condotta tenuta dalla società Parmalat con riferimento all'indicazione di tutti i dati di bilancio necessari possa incidere al punto tale da escludere e neutralizzare la condotta della controparte, avuto riguardo alle domande attoree (ii). Due separate riflessioni vengono svolte

relativamente alle due domande fondate sul titolo di responsabilità contrattuale.

La prima domanda concerne la restituzione dell'importo versato dalle attrici a titolo di corrispettivo per i *rating* emessi da Standard&Poor's e viene dal giudice inquadrata nella richiesta di risoluzione del contratto, ancorché non formulata in modo espresso³⁹⁵. La domanda di risoluzione contrattuale (*ex art. 1455 cod. civ.*) viene poi riguardata sia sotto il profilo della gravità dell'inadempimento che sotto quello dell'interesse della controparte. In riferimento al primo profilo (la gravità dell'inadempimento delle convenute), il giudice rileva come alla luce degli elementi istruttori risulti acclarato che, «nell'espletamento dell'attività professionale di attribuzione del *rating*, S&P incorse in plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a sue proprie regole metodologiche, ma, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe dovuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente

³⁹⁵ La domanda di restituzione dell'importo versato dalle attrici a titolo di corrispettivo «deve essere letta nell'ottica restitutoria tipica dell'art. 1458 c.c. scaturente dalla risoluzione contrattuale *ex art. 1453 e 1455 c.c.* Sul punto si rileva che *“la volontà di risolvere un contratto per inadempimento non deve necessariamente risultare da una domanda espressamente proposta dalla parte in giudizio, ben potendo implicitamente essere contenuta in altra domanda, eccezione o richiesta, sia pure di diverso contenuto, che presupponga una domanda di risoluzione”* (nella specie, la domanda di risoluzione è stata giudicata implicita in quella di restituzione della somma corrisposta per una prestazione inadempita) (v. Cass. civ. n. 21230/2009; v. anche Cass. civ. n. 7518/1992; Cass, civ. n. 4591/1980). Nel caso in esame, la domanda di restituzione del corrispettivo si inquadra, quindi, nella richiesta di risoluzione, che, ancorché non formulata in modo espresso, ne costituisce l'antecedente logico - giuridico».

scarsamente trasparenti, dato, questo, pacificamente ammesso dalla stessa difesa attorea». Aggiunge la Corte che «non può rilevare la condotta, *anche dolosa* [corsivo di chi scrive], della controparte Parmalat, per due diversi ordini di ragioni, tra loro intersecatesi nell'ambito dell'ordinario programma contrattuale intessuto dalle parti. In primo luogo, occorre incentrare l'attenzione sul fatto che, se è vero che il giudice, al fine della risoluzione, deve procedere alla rivalutazione del comportamento di entrambe le parti (v. Cass. civ. n. 1187/1987), è anche vero che le parti dell'odierno giudizio non sono collocate ab origine su di un piano di parità; l'una è un'azienda che può o meno avere i bilanci e la contabilità in regola, l'altra è un professionista altamente specializzato, dotato di una specifica struttura organizzativa, in grado di leggere i bilanci civili e consolidati, di elaborarne i relativi indici e di effettuare le conseguenti valutazioni, disponendo anche di personale specializzato nel settore merceologico di volta in volta considerato. Nel caso di specie, proprio la specifica professionalità, di S&P – che disponeva di molteplici figure di altissimo profilo specialistico – poneva l'agenzia di *rating* in una posizione non paritaria rispetto al gruppo Parmalat, posizione non condizionabile e non influenzabile da eventuali dati economico-finanziari distorti. E ciò anche perché S&P disponeva, tramite i propri criteri di *rating*, di tutti gli strumenti idonei a rendere la propria attività professionale impermeabile rispetto ad eventuali comunicazioni non corrette da parte del gruppo Parmalat»³⁹⁶.

³⁹⁶ Non condivide appieno il ragionamento della Corte GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, cit., p. 1452, il quale afferma che «[l]a posizione espressa dal tribunale non deve essere avulsa dal

Il giudice milanese indica anche quali condotte Standard&Poor's avrebbe dovuto tenere, a fronte dei comportamenti poco trasparenti della committente Parmalat: rifiuto di eseguire la prestazione professionale o, in alternativa, assegnare la categoria di *rating* inferiore, o, ancora, l'inserimento del *rating* nel CreditWatch³⁹⁷. Se la

contesto, ossia non può certamente essere considerata valida a livello generale. Le ricerche empiriche non danno sostegno ad un simile categorico assunto: le agenzie di rating non sono dei "certificatori" di informazioni e per questo generalmente non riescono a identificare le frodi; anzi, si discute finanche se i loro giudizi abbiano un significativo contenuto informativo. D'altro canto, vi è da chiedersi se un simile atteggiamento di rigore nei confronti dell'agenzia di rating non consenta troppo facilmente all'emittente di adottare comportamenti contrari a buona fede, aggirando il divieto del *venire contra factum proprium*. Con il contratto di rating l'agenzia fa affidamento sulla qualità delle informazioni fornite dall'emittente. Pertanto, consentire a quest'ultimo di passare tranquillamente informazioni false senza che questo vada ad incidere sul piano del rapporto tra i contraenti vuol dire trasformare quel rapporto in un qualcosa di differente, rivoluzionando l'equilibrio contrattuale in danno dell'agenzia di rating e a vantaggio del falsificatore».

³⁹⁷ Il giudice milanese indica anche quale comportamento S&P avrebbe dovuto tenere, a fronte dei comportamenti poco trasparenti della committente: «l'agenzia di rating avrebbe dovuto rifiutare la prestazione, come, peraltro, previsto dalle sue stesse prassi codificate, che consentono l'elaborazione dell'opinione sul merito creditizio solo in presenza di informazioni sufficienti (...). La stessa direttrice generale dell'agenzia di S. & P. in Italia, M.P., sentita in sede di sommarie informazioni in data 19 ottobre 2005, ha posto in rilievo come, laddove le informazioni non siano ritenute sufficienti a formare in giudizio di *rating*, indipendentemente dalla verifica contabile dei dati forniti dall'azienda, l'agenzia non possa procedere all'emissione del *rating*. Gli inadempimenti addebitabili a S&P appaiono decisamente gravi, posto che l'acquisizione di dati opachi, per di

più in via confidenziale, sulla base di report interni e non riscontrati nei bilanci, le mancate richieste di spiegazioni circa l'eccessiva liquidità correlata al massiccio ricorso ad emissioni obbligazionarie, i mancati riscontri dei dati acquisiti con i dati rilevabili da Bloomberg, la mancata richiesta di approfondimenti in ordine alle operazioni di riacquisto delle obbligazioni non rese note al mercato, né comunicate durante la vigenza dei contratti – pur in presenza di elementi diversi ricavabili da Bloomberg – costituiscono violazione del più generale dovere di rigore e prudenza certamente esigibile da un operatore professionalmente, qualificato. Anzi, proprio il carattere frammentario e parziale delle informazioni fornite ed inspiegabilmente detenute, per certi aspetti, solo da alcune specifiche figure manageriali e non di dominio comune all'interno della società avrebbe dovuto suscitare sospetti non privi di conseguenze. Non disponendo, pertanto, l'agenzia di *rating* di poteri ispettivi e, tanto meno, coercitivi, la logica conseguenza di tali lacune conoscitive, ove non colmate da proprie indagini, sarebbe stata la non esecuzione della prestazione. L'alternativa al rifiuto di eseguire la prestazione professionale era quella di assegnare la categoria inferiore, allo stesso modo di come aveva operato Fitch, categoria inferiore che, però, declassava il debito nella classe speculativa non gradita e non interessante per Parmalat; evenienza, questa, che, con ogni verosimiglianza, avrebbe condotto all'interruzione del rapporto negoziale. Non solo, alla luce dei criteri di attribuzione del *rating*, oltre a tale rifiuto, erano percorribili anche altre soluzioni, quali l'inserimento del *rating* nel CreditWatch. Al contrario, in tale contesto, l'agenzia di *rating*, pur avvedendosi di tutte tali anomalie ed essendo ragionevolmente in grado di soppesarne l'importanza, provvide sempre ad andare incontro alle esigenze dell'azienda, ora diversificando i metodi di calcolo degli indici, ora trascurando i dati enucleabili dalle mediane senza alcuna giustificazione, ora sottacendo circostanze di assoluto rilievo per gli operatori di mercato, in modo che non trasparissero elementi incoerenti con l'attribuzione dell'*investment grade*. Sulla base di tutte tali considerazioni, la gravità dell'inadempimento rileva sotto il profilo sia qualitativo, sia quantitativo».

prima soluzione (rifiuto della prestazione) è pienamente condivisibile (tanto che è l'opzione prescelta anche dal legislatore europeo³⁹⁸), lo stesso non può affermarsi con riguardo alla soluzione di attribuire la categoria inferiore di *rating*³⁹⁹. Infatti, se i dati a disposizione dell'agenzia non sono sufficienti per elaborare una valutazione attendibile del merito di credito dell'entità oggetto della valutazione, allora non dovrà essere rilasciato alcun *rating*, poiché qualsiasi giudizio rischierebbe di risultare errato; e che si tratti di errore per eccesso o per difetto poco importa,

³⁹⁸ Cfr. Regolamento CE n. 1060/2009 ss.mm., All. I, sez. D, I, 4: «Nel comunicare i rating del credito o le prospettive di rating, l'agenzia di rating del credito ne indica in modo chiaro e visibile caratteristiche specifiche e limiti. In particolare essa indica in modo visibile, nel comunicare il rating o la prospettiva di rating, se considera soddisfacente la qualità delle informazioni disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o da un terzo collegato. Se un rating o la prospettiva di un rating riguarda un tipo di entità o di strumento finanziario per cui i dati storici sono limitati, l'agenzia di rating del credito chiarisce in modo visibile tali limiti. [comma 1] Laddove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il rating o ritira il rating esistente [comma 2]».

³⁹⁹ Cfr. Regolamento CE n. 1060/2009, considerando n. 24 («I rating del credito dovrebbero avere basi solide e motivate, al fine di evitare soluzioni compromissorie») e considerando n. 34 («... Laddove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario, in particolare di un nuovo tipo di strumento finanziario strutturato, ponga seri dubbi circa il fatto che l'agenzia di rating del credito possa emettere un rating affidabile, l'agenzia non dovrebbe emettere un rating o dovrebbe ritirare un rating esistente»).

poiché qualsiasi informazione inesatta rischia di pregiudicare l'interesse alla correttezza dell'informazione sul mercato⁴⁰⁰.

⁴⁰⁰ Secondo SAPONARO M., *op. cit.*, p. 189, le soluzioni alternative al rifiuto di eseguire la prestazione professionale «non appaiono convincenti in quanto non sono coerenti con la premessa, vale a dire l'insufficienza del quadro informativo a disposizione dell'agenzia. Se, infatti, l'agenzia, non possiede informazioni sufficienti per emettere un giudizio di *rating*, qualsiasi *rating* venga emesso sarà viziato da negligenza, a prescindere dalla classe di appartenenza, in quanto formulato alla luce di un quadro informativo incompleto. Il rifiuto di eseguire la prestazione resta pertanto la soluzione più corretta. Soluzione, peraltro, adottata dal legislatore comunitario il quale ha previsto un obbligo di astenersi dall'emettere il *rating* o di ritirare il *rating* a carico dell'agenzia in caso di mancanza di dati affidabili o di particolare complessità di un nuovo tipo di strumento finanziario o di insufficiente qualità delle informazioni disponibili (Allegato I, sezione D, parte I, par. 4, del Regolamento CE 1060/2009)».

Anche GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., pp. 1460-1461 non concorda con l'affermazione del Giudice meneghino: «È ovvio, a nostro avviso, che le agenzie dovrebbero astenersi dall'esecuzione della prestazione in presenza di un quadro informativo insufficiente, non disponendo di poteri ispettivi e/o coercitivi. Il Tribunale di Milano indica un'alternativa alla non esecuzione della prestazione, che consiste nell'assegnazione di un *rating* appartenente ad una "categoria inferiore". Tale soluzione non persuade affatto dato che l'insufficienza del quadro informativo a disposizione dell'agenzia non può mai indurre ad ipotizzare un *rating*, sia pure al ribasso, di fronte ad un quadro normativo incompleto. Se l'agenzia, non possiede informazioni sufficienti per emettere un giudizio di *rating*, qualsiasi *rating* venga emesso sarà comunque viziato da negligenza, a prescindere dalla classe di appartenenza. Il rifiuto, da parte del valutatore, di eseguire la prestazione resta a nostro avviso la soluzione più corretta. Per di più tale opzione appare la più coerente anche con l'intendimento

In riferimento al secondo profilo (l'interesse della controparte – ossia la committente Parmalat – rispetto alla ritenuta gravità dell'inadempimento), il giudice afferma che «il riferimento all'interesse dell'altra parte, costituente, secondo il legislatore, uno dei parametri valutativi della risoluzione, deve essere inteso come interesse al corretto, puntuale, diligente e perito svolgimento della prestazione professionale e può essere interesse tanto materiale, quanto ideale. Non può, in ogni caso, essere inteso in termini di interesse ad ottenere una prestazione professionale non corretta nei limiti in cui essa sia anche vantaggiosa da altri punti prospettici, come, ad esempio, nel caso in esame, dal punto di vista del successo dell'emissione obbligazionaria e di maggiori vantaggi all'interno del complessivo circuito bancario-finanziario. Ciò non certo per le conseguenze verificatesi, ossia il default – in quanto si tratta di inutile giudizio *ex post* – ma, piuttosto, per quello che il legislatore ha inteso come normale e ragionevole interesse all'adempimento della prestazione commissionata, secondo *l'id quod plerumque accidit*. Ovvero, il committente doveva attendersi che il professionista operasse correttamente, anche laddove ciò importasse uno svantaggio nell'immediato: quindi, con riguardo al caso in esame, l'azienda doveva avere interesse ad una corretta valutazione del *business risk* e del *financial risk* quale risultante dai propri dati di bilancio, anche laddove una corretta valutazione implicasse minori vantaggi e pur con la facoltà di rifiutare la prestazione, ove per interne ragioni

del legislatore comunitario che ha previsto un obbligo di astenersi dall'emettere il *rating* o di ritirare il *rating* a carico dell'agenzia in caso di mancanza di dati affidabili o di particolare complessità di un nuovo tipo di strumento finanziario o di insufficiente qualità delle informazioni disponibili».

aziendali, anche non trasparenti, non la ritenesse più conveniente. Pertanto, l'interesse di Parmalat ad ottenere l'inserimento nella categoria *investment grade* non costituisce quell'interesse apprezzabile che il legislatore ha selezionato al fine della risoluzione contrattuale; interesse che, al contrario, avrebbe dovuto concretizzarsi nella regolare e diligente attività valutativa, con l'auspicio – questo sì comprensibile – di ottenere una valutazione il più positiva possibile, alla stregua delle regole operative e metodologiche usualmente seguite dall'agenzia, proprio perché in questo modo il vantaggio non sarebbe stato solo immediato, ma si sarebbe consolidato nel tempo. Pare, dunque, che i plurimi e gravi inadempimenti delle odierne convenute, rapportati all'interesse della controparte e tenuto conto dell'asimmetria di posizione delle due parti non possano che far ritenere la risoluzione dei contratti conclusi, con condanna delle convenute alla restituzione della complessiva somma di Euro 784.120,00 - oltre interessi legali dalla notifica della citazione al saldo».

Ulteriore conseguenza che il giudice trae dalle considerazioni in ordine all'inadempimento di Standard&Poor's è il rigetto della domanda riconvenzionale, da quest'ultima proposta, tesa ad accertare l'inadempimento delle attrici – per aver fornito dati non veritieri – e la condanna di queste al risarcimento del danno all'immagine subito, «posto che l'eventuale danno all'immagine ed alla reputazione professionale è dipeso non dai dati non corretti trasmessi da Parmalat, ma dallo stesso operato di S&P non adeguato in rapporto al materiale conoscitivo acquisito»⁴⁰¹.

⁴⁰¹ Cfr. M. MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.* 2012, 5, p. 362: «Il modello di responsabilità sopra delineato dalla corte,

In sintesi, l'agenzia di *rating* non ha correttamente adempiuto le obbligazioni dedotte in contratto in quanto non ha effettuato gli opportuni controlli; i falsi compiuti dagli amministratori e dai dirigenti di Parmalat non sono considerati rilevanti in virtù della particolare competenza tecnica della società di *rating*⁴⁰²; l'interesse dell'emittente coincide con quello all'adempimento corretto del contratto, affinché il *rater* predisponga un giudizio corretto, anche se non favorevole⁴⁰³. Ne consegue la risoluzione del contratto e la restituzione del compenso.

inoltre, induce ad escludere l'applicabilità dell'art. 1227 c.c. nel caso di concorso colposo fra gli amministratori della società valutata ed i responsabili dell'agenzia di *rating*».

⁴⁰² Similmente FRANZONI M., *Responsabilità delle società di revisione*, cit., p. 111 ritiene inapplicabile la norma di cui all'art. 1227 cod. civ. ai revisori: « Astrattamente il problema causale si può porre nei seguenti termini: la società promuove l'azione nei confronti di amministratori, sindaci e società di revisione per il danno subito in conseguenza della falsità del bilancio. Il revisore eccepisce alla società che l'attività degli amministratori è stata a tal punto sofisticata che non ha potuto rilevare alcunché, ma oppone a questa il concorso di colpa essendo gli amministratori organo della stessa società, vittima dell'illecito. Non ritengo che sia bene invocato l'art. 1227, comma 1, c.c. proprio perché, in quella causa, gli amministratori sono terzi rispetto alla società, al pari della società di revisione. Si potrebbe allora sostenere che in quel caso il fatto degli amministratori costituisce caso fortuito e che, pertanto, l'evento dannoso non può essere considerato unitario, agli effetti dell'art. 2055, comma 1, c.c. Dubito che anche questa soluzione possa trovare accoglimento. Se il compito della revisione è proprio quello di svelare, di rendere trasparente, semplificare ciò che può non essere corretto, il solo fatto di aver fallito in quel compito è sinonimo di inadempimento. Non può costituire caso fortuito il fatto di colui la cui attività era oggetto di controllo».

⁴⁰³ *Contra* GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, cit., pp. 1452-1453:

La seconda domanda fondata sul titolo contrattuale concerne il risarcimento del danno che la committente assume di aver patito a seguito dell'emissione di *rating* erronei; tali danni si concretizzerebbero, nella specie, nell'aggravarsi del dissesto conseguente all'emissione di obbligazioni, poi non rimborsate, facilmente collocate sul mercato in virtù del *rating* favorevole di cui godevano. Purtroppo la (interessante) questione se l'emittente possa lamentare di aver patito un danno a causa dell'attribuzione di un *rating* troppo elevato non viene affrontata, in quanto la domanda di risarcimento del danno viene dal giudice milanese respinta poiché si ritiene non raggiunta la prova, da parte delle attrici, del nesso causale tra l'attività professionalmente scorretta dell'agenzia di *rating* e

«La conclusione è discutibile e rivela che manca, nelle categorie tradizionali del diritto civile, una costruzione dogmatica capace di catturare in modo significativo i rapporti che si instaurano nei contratti stipulati tra un emittente e i c.d. *gatekeepers* dei mercati finanziari, ossia quei soggetti che favoriscono l'accesso ai mercati stessi attraverso una funzione di diffusione di informazioni, di stima, di certificazione, che va a beneficio degli investitori e quindi dello stesso emittente. Di sicuro l'emittente ha interesse a che, in generale, i giudizi delle società di rating siano considerati credibili; ma nel particolare, con riferimento al rating che riguarda i propri titoli, non ha un interesse a che il giudizio su di sé sia correttamente formulato, perché un giudizio eccessivamente ottimistico gli potrebbe consentire di accedere ai finanziamenti con un tasso d'interesse più favorevole. In altre parole, e paradossalmente, l'emittente non ha un effettivo interesse patrimoniale a che la prestazione dedotta in contratto sia adempiuta nei termini stabiliti dal regolamento contrattuale, quanto meno nel caso in cui l'inadempimento conduca ad una valutazione eccessivamente ottimistica del suo merito di credito».

l'aggravamento del dissesto di Parmalat⁴⁰⁴. L'esame della questione sarebbe stato indubbiamente interessante, anche

⁴⁰⁴ «In particolare, la Parmalat s.p.a. non ha dimostrato che anteriormente ai contratti di prestazione di *rating*, le precedenti emissioni obbligazionarie avessero avuto un minore successo: tale circostanza, infatti, avrebbe potuto costituire un significativo indice del vantaggio e, quindi, dell'univoca efficienza causale attribuibile all'attività prestata dalle convenute, con riguardo all'importo richiesto. Al contrario, come emerge dall'estratto della C.T.U. della Dott. S.C. nel procedimento penale davanti al Tribunale di Milano (...), *“i prestiti obbligazionari emessi dal gruppo Parmalat dal 1994 sono complessivamente n. 50 per un totale di euro/mln 9.445,8”*: di questi euro/mln 516,0 è l'importo complessivo dei prestiti obbligazionari regolati dalla legge italiana ed emessi da Parmalat, mentre n. 45 sono i bonds emessi da società straniere del gruppo, quasi tutti quotati in Lussemburgo e garantiti da Parmalat o da Parfin. Del resto, gli stessi consulenti della difesa attorea hanno sottolineato che il gruppo Parmalat aveva la necessità, nell'anno 2000, di continuare ad emettere bond e raccogliere in tal modo nuove risorse sul mercato *“pari, a partire dal 2000, ad un importo medio mensile di circa 125 milioni di euro”* (...): significativamente, però, dalla tabella a pag. 20 della predetta relazione emerge come il gruppo avesse emesso obbligazioni anche in misura decisamente massiccia, proprio negli anni immediatamente anteriori la conclusione dei contratti di *rating*. Ora, proprio in presenza di siffatto quadro istruttorio, non è desumibile una qualche differenziazione tra le emissioni obbligazionarie antecedenti ai contratti di *rating* e quelle successive: con la conseguenza che non è provata un'autonoma incidenza dell'attività svolta da S&P nell'aggravare il dissesto ovvero nell'essere stata essa sola od anche in parte la causa del mancato rimborso delle obbligazioni emesse sotto la vigenza dei contratti de quibus. Né, conseguentemente, la difesa attorea ha fornito una minima indicazione in ordine al quantum del preteso danno che tout court identificato con l'importo complessivo delle obbligazioni in questione, con decurtazione della quota riconducibile alla responsabilità di D. & T. e di D., in forza

perché parte della dottrina esprime perplessità sul fatto che un simile nesso di causalità possa mai sussistere⁴⁰⁵.

dell'intervenuta transazione. Per tali ragioni, la domanda di condanna delle convenute al risarcimento dei danni va respinta».

Non condivide le statuizioni del Tribunale M. MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.* 2012, 5, p. 364.

⁴⁰⁵ Cfr GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, cit., p. 1451 e, soprattutto, p. 1453: «Occorre chiedersi come sarebbe stata risolta la lite se invece, prima dell'incarico all'agenzia, l'emittente non fosse stato in grado di collocare con successo propri titoli sul mercato o, ipotesi più credibile, li avesse collocati offrendo tassi d'interesse molto più alti. Nella prima ipotesi si può essere tentati di argomentare, con il senno di poi, che senza il rating favorevole non ci sarebbe stato il ricorso al credito (tramite i prestiti obbligazionari), non ci sarebbe stato l'aggravamento del dissesto, non ci sarebbe stata l'insolvenza. Tuttavia, la causa del dissesto non è stato il ricorso al credito, ma la cattiva o illecita gestione della società; e questo si percepisce chiaramente confrontandosi con la seconda ipotesi, la quale assume che la società avrebbe lo stesso collocato le proprie obbligazioni, solo a un prezzo più alto. Tale ipotesi svela che il dissesto si sarebbe avuto lo stesso e, anzi, sarebbe stato ancora più grave (a parità di titoli emessi). Dunque, la causa del dissesto non è il rating eccessivamente favorevole. Perché il rating eccessivamente favorevole possa essere considerato causa di responsabilità contrattuale nei confronti dell'emittente occorrerebbe spingersi a sostenere che la società di rating compie un controllo sull'amministrazione volto a tutelare gli azionisti, come fa il revisore legale dei conti. Tuttavia è pacifico che l'agenzia di rating non svolge un'opera di controllo del *management*: essa offre (a pagamento) la propria reputazione soltanto per rilasciare un parere al mercato sul merito creditizio di un'impresa o qualsiasi altra entità. Quando l'agenzia di rating consente un accesso al mercato dei capitali che sarebbe avvenuto a termini diversi se il rating fosse stato effettuato correttamente, i soggetti danneggiati sono certamente gli investitori che hanno

b) Responsabilità extracontrattuale nei confronti dei terzi investitori

In secondo luogo, il commissario straordinario chiede che le convenute siano condannate, a titolo di responsabilità excontrattuale, a risarcire il danno patito dai terzi investitori che si erano determinati ad acquistare i titoli Parmalat facendo affidamento su un *rating* (*investment grade*) a posteriori rivelatosi errato.

Il commissario straordinario domanda il risarcimento del danno extracontrattuale patito dai terzi investitori in qualità di portatore degli interessi del ceto creditorio (il danno viene richiesto per la massa creditoria, ma con specifico riferimento alla categoria degli obbligazionisti); la domanda non viene esaminata dal giudice nel merito, in quanto viene rilevata carenza di legittimazione attiva in capo al commissario straordinario⁴⁰⁶.

eventualmente fatto affidamento sul rating e hanno finanziato l'emittente, non quest'ultimo. Il danno subito dall'emittente consiste nello sperpero dei finanziamenti ricevuti: come detto, una conseguenza della cattiva o illecita amministrazione e non dell'attività dell'agenzia di rating».

⁴⁰⁶ «[È] indubbio, secondo le regole basilari del codice di procedura civile, che non ricorre la legittimazione ad agire se il diritto affermato nella domanda stessa non è indicato come diritto rientrante nella sfera giuridica di colui che propone la domanda; l'assenza, pertanto, di questa identità soggettiva sul versante attivo impone la declaratoria di difetto di legittimazione attiva. L'art. 81 cpc (*“fuori dei casi espressamente previsti dalla legge, nessuno può far valere nel processo in nome proprio un diritto altrui”*) sancisce l'impossibilità di agire in giudizio per colui che non si affermi titolare del diritto azionato e, dunque, titolare del diritto potestativo ad ottenere una pronuncia sul merito della domanda giudiziale; a tale regola fanno eccezione solo i casi espressamente codificati dal legislatore. Ora, con riferimento alla domanda attorea svolta a tutela del ceto creditorio rappresentato dagli

La decisione qui richiamata appare indubbiamente interessante, in quanto affronta *funditus* il tema, nuovo per la nostra giurisprudenza, della responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito. Certo, non tutte le proposizioni del giudice meneghino incontrano il favore della dottrina e non tutti i numerosi problemi che la diffusione di *rating* errati comporta vengono affrontati e risolti⁴⁰⁷. Ma si tratta pur sempre di un primo, importante

obbligazionisti non può che essere dichiarato il difetto di legittimazione attiva posto che nessuna disposizione legislativa attribuisce alle attrici la veste di sostituto processuale ex art. 81 c.p.c.. Né al contrario convincimento è possibile accedere sulla base della prospettata analogia con l'azione di responsabilità extracontrattuale dei revisori nei confronti dei terzi, per la dirimente ragione che l'art. 164 T.U.F., nel sancire la responsabilità della società di revisione per inadempimento, non ha affatto attribuito ad un diverso soggetto, quale ad esempio, il curatore, la legittimazione ad agire nei confronti dei revisori a tutela dei terzi danneggiati. Inoltre, la difesa delle convenute, a supporto dell'eccezione de qua, ha posto in rilievo come il commissario sia abilitato ad esperire solo le azioni preordinate all'attuazione della *par condicio creditorum*, ovvero le azioni di massa identificabili con l'indistinto interesse della totalità dei creditori della procedura concorsuale. The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a. hanno citato la decisione del giudice di legittimità n. 7029/2006 ... ». Il giudice milanese procede quindi all'esame dei principi enunciati da Cass. n. 7029/2066 e Cass. n. 13413/2010, entrambe rese in tema di responsabilità per abusiva concessione di credito.

⁴⁰⁷ Esprime una valutazione complessivamente positiva della pronuncia milanese (giudicandola «tutto sommato equilibrata») PONZANELLI G., *op. cit.*, p. 450, il quale rileva però che «[l]a decisione milanese lascia (...) sul tappeto i veri problemi, che sono: a) i limiti del sindacato giurisdizionale sulla corretta applicazione delle metodologie di *rating*; infatti, il giudizio di *rating* rappresenta una sintesi di diverse valutazioni, sia sul piano

punto di partenza sul quale poter articolare il ragionamento intorno alla complessa materia della responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito.

industriale sia su quello finanziario, che con rinvio costante a considerazioni di tipo soggettivo, molto legate, come tali, alla particolarità del caso, sicchè è assai arduo immaginare una negligenza delle agenzie di *rating*; b) il fatto che le informazioni sono fornite dalla società, nè rientra certo nei doveri-poteri delle agenzie di *rating* accertare la veridicità delle informazioni, la ricerca e la scoperta di frodi» (p. 450).

SEZIONE IV
LA NUOVA DISCIPLINA EUROPEA SULLA
RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING DEL
CREDITO: L'ART. 35 BIS DEL REGOLAMENTO CE N.
1060/2009, INTRODOTTO DAL REGOLAMENTO UE N.
462/2013

SOMMARIO: 1. L'intervento normativo del legislatore europeo – 2. Il nuovo art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009 – 2.1. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 1 – 2.2. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 2 – 2.3. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 3 – 2.4. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafi 4 e 5 – 2.5. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 6. Considerazioni conclusive

1. L'intervento normativo del legislatore europeo

La coltre di immunità che sino a tempi molto recenti ha avvolto le agenzie di *rating* del credito si è andata via via affievolendo; la giurisprudenza di vari Paesi nonché legislatori nazionali e sovranazionali, superati gli argomenti tradizionalmente adottati dalle agenzie a propria difesa, hanno cominciato ad affermare che anche queste ultime devono essere chiamate a rispondere dei danni cagionati dall'esercizio della loro attività.

A livello europeo, un primo tentativo è stato fatto nel 2009 con l'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, il cui considerando n. 69 testualmente recita: «Fatta salva l'applicazione del diritto comunitario, eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di rating del credito per violazione delle disposizioni del presente regolamento dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di

responsabilità civile». Il Regolamento CE n. 1060/2009, nella sua versione originaria, non dettava dunque una disciplina specifica sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating*, ma si limitava a rinviare alla pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile⁴⁰⁸; in tal modo il legislatore europeo, pur conscio dell'esistenza del problema, non l'ha affrontato direttamente, delegando il compito di reperire soluzioni adeguate ai singoli ordinamenti nazionali, con l'evidente rischio (effettivamente concretizzatosi) del determinarsi di livelli di tutela non uniformi⁴⁰⁹.

⁴⁰⁸ SANNA P., *op. cit.*, p. 67: «il rinvio all'ordinamento nazionale operato dal reg. n. 1060/2009 non “intercetta” una disciplina specifica, ma interroga i vigenti principi generali dell'illecito civile».

⁴⁰⁹ Cfr. CERVONE E., *op. cit.*, pp. 294-295 («Ecco allora che riappare *ex post*, in sede di responsabilità civile, la possibilità che si determinino livelli diversi di tutela degli investitori, con il conseguente spettro di una *race to the bottom*, che si era voluta evitare con una stringente regolazione *ex-ante* delle agenzie di rating. (...) Si auspica quindi il potenziamento del *private enforcement* insieme ad una modifica radicale del sistema giudiziario nel suo complesso. Il sistema non potrà dirsi completo fino a quando non sarà accompagnato da un processo di uniformazione dei sistemi sanzionatori. Ciò è necessario per rendere realmente neutrale la scelta del luogo di svolgimento dell'attività di rating e le conseguenze di eventuali violazioni delle regole»);

SANNA P., *op. cit.*, p. 12 («Stupisce che nell'ottica di una loro migliore tutela, con il reg. n. 1060 del 2009, il legislatore comunitario abbia però ommesso di disciplinare (almeno in via diretta) la responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori, limitandosi ad un pilatesco rinvio alle norme “della pertinente legislazione nazionale in materia”, così ché, eccezion fatta per quello francese, la fattispecie si presenta oggi

L'indicazione contenuta nel citato considerando è, difatti, rimasta pressoché priva di attuazione. Fatta esclusione per poche eccezioni (rilevante quella rappresentata dalla Francia, che ha emanato una legge *ad hoc*), gli Stati membri non hanno affrontato seriamente il problema della responsabilità civile delle agenzie di *rating*⁴¹⁰.

non legislativamente tipizzata sia a livello comunitario che degli ordinamenti dei singoli Stati membri»).

⁴¹⁰ Che il diritto interno degli Stati membri dell'Unione europea sia tutt'altro che omogeneo, tra ordinamenti che prevedono una disciplina speciale (com'è il caso della Francia, con l'art. L. 544-5 del *Code monétaire et financier*, introdotto con la l. 22 ottobre 2010, n. 2010-1249, art. 10, che testualmente recita: «Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité. [primo comma] Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit [secondo comma]»), ordinamenti che rinviano al diritto comune ed ordinamenti che escludono l'applicabilità in materia del diritto comune senza però dettare norme *ad hoc*, è un dato ben noto alle istituzioni comunitarie: cfr. Commissione Europea, Direzione Generale Mercato interno e servizi, *Documento di consultazione pubblica sulle agenzie di rating*, 5 novembre 2010, nota 72, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/c_paper_en.pdf/, nonché Id., *Staff working paper – Impact assessment*, SEC (2011) 1354, Allegato VI, § 2.4.

Forse con l'intenzione di dettare una disciplina comune di riferimento, o fors'anche al fine di sopperire al lassismo mostrato da molti Stati europei nell'affrontare il nuovo problema del riconoscimento di una responsabilità civile in capo alle agenzie di *rating*, l'Unione Europea, a distanza di pochi anni dall'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, ha avvertito l'esigenza di ritornare sul punto responsabilità civile delle agenzie di *rating*, questa volta per disciplinarlo in modo più stringente, senza rimettersi alla buona volontà dei singoli Stati membri. È così che l'art. 1, n. 22) del Regolamento UE n. 462/2013 ha inserito nel testo dell'originario Regolamento del 2009 il nuovo Titolo III *bis* ("Responsabilità civile delle agenzie di rating del credito"), composto da un unico articolo (il nuovo art. 35 *bis*), che detta norme vincolanti in materia di responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

L'intervento del legislatore europeo non è privo di elementi di criticità; ma allo stesso va riconosciuto il merito di offrire alcuni punti fermi sulla materia in esame. Come verrà meglio precisato nel corso dell'esame della norma, la presenza di aspetti problematici nella disciplina europea non risulta di grave ostacolo ad assicurare una tutela effettiva a coloro che siano danneggiati dall'attività delle agenzie di *rating* del credito, avendo il legislatore europeo opportunamente lasciato spazio all'applicazione del diritto nazionale. Non va, inoltre, sottaciuta la difficoltà che il legislatore europeo deve aver incontrato nell'adottare una disciplina della responsabilità civile che vada ad armonizzarsi con una moltitudine di diritti nazionali diversi tra loro (si ricorda, difatti, che il regolamento, a differenza della direttiva, è atto direttamente applicabile negli ordinamenti di tutti gli Stati membri); proprio per questo motivo, e come si avrà modo di precisare nel prosieguo della trattazione, si ritiene che

alcuni termini, alcune locuzioni, non vadano interpretati “alla lettera”, come se fossero contenuti in una normativa di diritto interno, ma vadano traslati, con gli opportuni adattamenti, dalla terminologia usata dal legislatore europeo a quella del singolo diritto nazionale.

Gli elementi di criticità non riguardano soltanto l’art. 35 *bis* singolarmente considerato, bensì, più in generale, l’intero impianto normativo recentemente disegnato dal legislatore europeo. Come è stato posto in luce dalla dottrina, la disciplina europea presenta un’incoerenza di fondo: da un lato, depotenzia il ruolo delle agenzie di *rating* e minimizza l’affidamento nei *rating* del credito, dall’altro lato, accresce gli obblighi posti a carico dei *rater* e predispone a carico degli stessi un’apposita disciplina della responsabilità civile⁴¹¹. Sembra, insomma, che il

⁴¹¹ Così PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, p. 60: «Da una lettura delle recenti proposte di modifica della normativa comunitaria vigente emerge l’intento del legislatore di depotenziare le agenzie di *rating*. A tale risultato le istituzioni comunitarie sembrerebbero voler pervenire in due modi. Per un verso, incentivando gli operatori finanziari ad avvalersi di sistemi interni di misurazione del rischio di credito (*own credit risk assessment*), così riducendo la domanda artificiale di *rating* esterni emessi dalle CRAs. Per altro verso, irrigidendo i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell’attività richiesti alle agenzie e, contemporaneamente, incrementando la loro esposizione a responsabilità civile, rendendo in tal modo il loro *business* meno redditizio così da disincentivarne di fatto la permanenza sul mercato. Tale approccio normativo, sebbene convergente con quanto sta accadendo anche negli Stati Uniti, presenta un’incoerenza di fondo. Se si accrescono gli obblighi e i costi di *compliance* di una categoria di operatori se ne riconosce implicitamente l’importanza della funzione svolta, in un certo senso avallando la tesi che vede nei *credit rating* emessi dalle CRAs un “bene a valenza pubblica” e non semplicemente

binomio *power-accountability* in questa materia faticosi a trovare un suo equilibrio: mentre in precedenza si aveva un forte *power* e una presenza estremamente debole della *accountability*, ora la situazione potrebbe invertirsi, emergendo chiara dalla recente normativa europea la volontà di ridurre il *power* e di aumentare la *accountability*. Per un bilancio della nuova disciplina nel suo complesso bisognerà attendere. Per il momento si può però notare come una diminuzione del *power* potrebbe in realtà portare a restringere l'area della *accountability*: se il mercato, per disposizione legislativa, non è più autorizzato a riporre nel *rating* la medesima fiducia riposta in passato, e se, conseguentemente, viene richiesto agli investitori danneggiati di provare di aver ragionevolmente riposto affidamento sul *rating*, si verrà presumibilmente a restringere l'ambito di operatività della responsabilità delle agenzie di *rating* del credito, in quanto, in presenza di chiari indici normativi che invitano ad effettuare proprie ulteriori valutazioni ed a non fare meccanico ricorso al *rating* del credito, difficile sarà la prova di aver riposto nelle valutazioni delle agenzie un affidamento che sia "ragionevole".

Fatte queste considerazioni, si può passare ad esaminare nel dettaglio la nuova normativa europea sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating* dettata dal novello articolo 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal recente Regolamento UE n. 462/2013.

un'opinione sintetica espressa da un soggetto privato. Se questo è vero, sfugge l'esigenza economica di minimizzare l'affidamento nei giudizi di *credit rating* da parte degli istituti finanziari, mentre si coglie l'obiettivo reale (di natura politica) sotteso a questo approccio: depotenziare soggetti privati in grado, con i loro giudizi, di destabilizzare l'andamento dei mercati e, financo, di Stati sovrani».

Alcune brevi premesse potranno essere di ausilio al lettore:

- il Regolamento detta una disciplina immediatamente applicabile in tutti gli Stati membri, senza bisogno di essere trasposta nei singoli ordinamenti interni;

- il Regolamento CE n. 1060/2009 ss.mm. si applica *solo* ai *rating* emessi dalle agenzie di *rating* del credito registrate nell'Unione Europea e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento (art. 2, par. 1); il medesimo ambito di applicazione varrà, di conseguenza, per la disciplina di cui all'art. 35 *bis*;

- l'art. 35 *bis* disciplina la responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito per i danni cagionati sia ad investitori che ad emittenti in seguito alla violazione delle prescrizioni contenute nell'Allegato III.

2. Il nuovo art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009

L'articolo 35 *bis* recita testualmente:

TITOLO III BIS^{412 413}

⁴¹² Si ritiene utile riportare anche il testo dell'articolo nella sua formulazione inglese, per gli opportuni raffronti tra le due versioni (il testo completo del Regolamento UE n. 462/2013 in lingua inglese si può trovare sia sul sito della Consob che all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:01:EN:HTML>):

« TITLE IIIA
CIVIL LIABILITY OF CREDIT RATING AGENCIES
Article 35a
Civil liability

1. 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.

An investor may claim damages under this Article where it establishes that it has reasonably relied, in accordance with Article 5a(1) or otherwise with due care, on a credit rating for a decision to invest into, hold onto or divest from a financial instrument covered by that credit rating.

An issuer may claim damages under this Article where it establishes that it or its financial instruments are covered by that credit rating and the infringement was not caused by misleading and inaccurate information provided by the issuer to the credit rating agency, directly or through information publicly available.

2. It shall be the responsibility of the investor or issuer to present accurate and detailed information indicating that the credit rating agency has committed an infringement of this Regulation, and that that infringement had an impact on the credit rating issued.

What constitutes accurate and detailed information shall be assessed by the competent national court, taking into consideration that the investor or issuer may not have access to information which is purely within the sphere of the credit rating agency.

3. The civil liability of credit rating agencies, as referred to in paragraph 1, shall only be limited in advance where that limitation is:

(a) reasonable and proportionate; and

(b) allowed by the applicable national law in accordance with paragraph 4.

Any limitation that does not comply with the first subparagraph, or any exclusion of civil liability shall be deprived of any legal effect.

4. Terms such as “damage”, “intention”, “gross negligence”, “reasonably relied”, “due care”, “impact”, “reasonable” and “proportionate” which are referred to in this Article but are not defined, shall be interpreted and applied in accordance with the applicable national law as determined by the relevant rules of

private international law. Matters concerning the civil liability of a credit rating agency which are not covered by this Regulation shall be governed by the applicable national law as determined by the relevant rules of private international law. The court that is competent to decide on a claim for civil liability brought by an investor or issuer shall be determined by the relevant rules of private international law.

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

6. The right of redress set out in this Article shall not prevent ESMA from fully performing its powers as laid down in Article 36a ».

⁴¹³ Si ritiene, inoltre, utile riportare, per gli opportuni raffronti, il testo dell'art. 35 *bis* contenuto nella proposta della Commissione (COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 15 novembre 2011, COM(2011) 747 definitivo, 2011/0361 (COD), disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0747:FIN:IT:PDF>):

« TITOLO III *bis*

RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING DEL CREDITO

Articolo 35 *bis*

Responsabilità civile

1. 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, l'investitore può promuovere un ricorso contro l'agenzia per i danni subiti.

2. Un'infrazione è considerata tale da incidere sul rating del credito se il rating che l'agenzia ha emesso è diverso da quello che avrebbe emesso se non avesse commesso l'infrazione.

3. Un'agenzia di rating del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri che il presente regolamento le impone.

RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING DEL CREDITO

Articolo 35 bis

Responsabilità civile

1. 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.

Un investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito.

Un emittente può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del rating del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di rating del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili.

4. Se 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.

5. La responsabilità civile di cui al paragrafo 1 non può essere esclusa o limitata a priori grazie ad un accordo. Eventuali clausole in tali accordi che escludono o limitano la responsabilità civile a priori sono nulle e prive di effetto ».

2. Spetta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso.

L'organo giurisdizionale nazionale competente stabilisce cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating.

3. La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito di cui al paragrafo 1 è limitata in via preventiva unicamente nei casi in cui tale limitazione sia:

a) ragionevole e proporzionata; e

b) consentita dal diritto nazionale applicabile, in conformità del paragrafo 4.

Le limitazioni non conformi al primo comma o le esclusioni della responsabilità civile sono prive di effetti giuridici.

4. I termini quali "danno", "intenzione", "colpa grave", "affidamento ragionevole", "dovuta attenzione", "incidenza", "ragionevolezza" e "proporzionalità", utilizzati nel presente articolo ma non definiti, sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato. I casi concernenti la responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito che non rientrano nell'ambito di applicazione del presente regolamento sono disciplinati dal diritto nazionale applicabile determinato in base alle rilevanti norme di diritto internazionale privato. L'organo giurisdizionale competente in merito a un'azione di responsabilità civile intentata da un investitore o da un emittente è determinato

in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato.

5. Il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale.

6. Il diritto al risarcimento stabilito dal presente articolo non impedisce all'AESFEM di esercitare pienamente i propri poteri ex articolo 36 bis.

Per semplicità d'esposizione, l'articolo verrà analizzato suddividendolo in paragrafi; ovviamente non si mancherà di mettere in luce le eventuali interconnessioni tra i diversi paragrafi, ove le stesse siano rilevanti.

2.1. (segue) L'art. 35 bis, paragrafo 1

Il paragrafo 1 recita:

« Responsabilità civile

1. 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.

Un investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito.

Un emittente può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi che esso stesso o

i propri strumenti finanziari sono oggetto del rating del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di rating del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili »

Cominciando l'analisi dal principio, ossia dalla rubrica, si nota che l'art. 35 *bis* è rubricato "Responsabilità civile" (*Civil liability*). Nel diritto italiano la locuzione "responsabilità civile", nonostante venga sovente impiegata quale sinonimo della responsabilità aquiliana, in realtà è espressione omnicomprensiva, che racchiude in sé tanto la responsabilità extracontrattuale quanto la responsabilità contrattuale⁴¹⁴. Ci si domanda, però, quale significato debba essere attribuito alla medesima locuzione nel quadro della normativa europea.

Leggendo il testo della norma non si rinvengono indici che facciano decisamente propendere per l'esclusione di una delle due forme di responsabilità (contrattuale od extracontrattuale) dall'ambito di applicazione della stessa. Al contrario, sembra di potersi trarre l'indicazione opposta, ossia la volontà di dettare una disciplina omnicomprensiva, che riunisca tutte le ipotesi in cui può sorgere una responsabilità civile dell'agenzia di *rating* per i pregiudizi derivanti dall'emissione di una valutazione non corretta: responsabilità tanto nei confronti degli investitori quanto nei confronti degli emittenti, a prescindere dal fatto che tra questi e l'agenzia di *rating*

⁴¹⁴ STANZIONE P., *Trattato della responsabilità civile*, vol. I, *Responsabilità contrattuale*, Cedam, Padova, 2012, pp. 1-2; FRANZONI M., *Trattato della responsabilità civile*, I, *L'illecito*, 2^a ed., Giuffrè, Milano, 2010, p. 14; VIOLA L., *La responsabilità civile in genere*, in *La responsabilità civile ed il danno*, vol. I, Halley, 2007, p. 18.

sussista o meno un precedente vincolo contrattuale⁴¹⁵. Ad una tale conclusione si perviene esaminando le norme di cui ai commi secondo e terzo del par. 1.

Il par. 1, comma 2 stabilisce che l'investitore può chiedere il risarcimento dei danni qualora provi di aver *ragionevolmente riposto affidamento* su un *rating* del credito: tale disposizione sembrerebbe fare riferimento ad un'ipotesi di responsabilità extracontrattuale. Ove, infatti, si trattasse di responsabilità contrattuale, quale bisogno vi sarebbe di provare il ragionevole affidamento riposto nella valutazione della società di *rating*? Sarebbe sufficiente dimostrare l'esistenza del titolo ed allegare l'inadempimento del debitore. Certo, l'interpretazione proposta soffre di un grave difetto, ossia è strettamente correlata a nozioni tipiche del nostro diritto nazionale (in particolare, delle regole dettate in tema di ripartizione dell'onere probatorio in materia di responsabilità contrattuale).

Potrebbe soccorrere la norma di cui al terzo comma del par. 1, la lettura della quale parrebbe fugare ogni

⁴¹⁵ In tal senso anche GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., pp. 72-73, secondo il quale la norma non opera alcuna distinzione tra le due tipologie di responsabilità: «La norma – che, come si dirà, contempla rilevanti preclusioni all'azione – non introduce alcun distinguo fra le due tipologie di procedimento, corrispondenti invero ad altrettanti ben diversi paradigmi sostanziali, rintracciabili, nel caso di *issuer pays*, in una responsabilità di natura contrattuale e, nel caso di *unsolicited rating*, in una responsabilità extracontrattuale a motivo della carenza dell'incarico, dunque dell'assenza di un vincolo contrattuale specifico finalizzato all'emissione del giudizio. Ne deriva la sussunzione delle due tipologie di azione (e dunque di responsabilità) in uno stesso alveo disciplinare, con la rilevante conseguenza di sottoporre entrambe agli stessi limiti».

dubbio sulla natura ibrida di questa responsabilità. Il par. 1, comma 3 stabilisce, difatti, che l'emittente può chiedere il risarcimento dei danni qualora provi che esso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del *rating* e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di *rating* del credito, *direttamente* o tramite *informazioni pubblicamente accessibili*. Ora, mentre il riferimento alle informazioni *direttamente* fornite dall'emittente all'agenzia di *rating* richiama alla mente l'ipotesi della responsabilità contrattuale (si ricorda, infatti, che le informazioni sono fornite all'agenzia "direttamente" dall'emittente nel caso in cui quest'ultimo abbia commissionato il *rating* all'agenzia – *rating solicited* –, perciò quando sussiste un rapporto contrattuale tra emittente ed agenzia di *rating*), il riferimento alle *informazioni pubblicamente accessibili* ben si attaglia sia all'ipotesi in cui il *rating* sia richiesto (responsabilità contrattuale) sia all'ipotesi in cui il *rating* non sia richiesto (responsabilità extracontrattuale; si ricorda che il *rating* non richiesto e rilasciato spontaneamente dall'agenzia – c.d. *unsolicited rating* – si basa, generalmente, soltanto sulle informazioni pubblicamente disponibili).

Ancora, l'onere posto dal par. 2, comma primo (sia concessa una breve incursione nel secondo paragrafo, con la promessa di approfondirne l'analisi nel prosieguo della trattazione) in capo all'investitore od all'emittente di dimostrare che l'agenzia di *rating* ha violato il regolamento europeo farebbe propendere per l'ipotesi della responsabilità extracontrattuale, poiché in caso di responsabilità contrattuale ci si aspetterebbe che venisse chiesto al creditore di dimostrare che il debitore ha violato (non il regolamento comunitario, bensì) il contratto che lega le due parti; mentre il par. 3, richiamando alla mente

l'art. 1229 cod. civ., non può non far pensare alla responsabilità di tipo contrattuale.

Se da un lato l'adozione di una previsione normativa ampia, che disciplina ogni possibile ipotesi di responsabilità che può sorgere in capo al *rater*, a prescindere dal fatto che danneggiato sia un investitore od un emittente e qualsiasi sia il suo rapporto (contrattuale o meno) con la società di *rating*, è meritorio, in quanto evita di lasciare lacune che potrebbero facilmente tradursi in ipotesi di irresponsabilità delle agenzie, dall'altro la creazione di una responsabilità (per così dire) "ibrida", contrattuale ed extracontrattuale insieme, regolata da un'unica disciplina non può non sollevare perplessità; perplessità che aumentano soprattutto ove si effettui la comparazione tra la tutela che viene apprestata al danneggiato dalla disciplina europea e la tutela che viene (o dovrebbe essere) apprestata al danneggiato dalla disciplina del diritto interno. Forse anche in questo caso il legislatore europeo si è scontrato con la difficoltà di dettare una normativa cogente e direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri che si armonizzi a tante tradizioni giuridiche diverse. Non si può, tuttavia, negare che una maggiore attenzione del legislatore europeo nel dettare una disciplina che tenesse conto delle specificità e delle differenze esistenti tra una responsabilità che nasce dalla violazione di obblighi di fonte negoziale o comunque preesistenti ed una responsabilità che nasce da fatto illecito sarebbe stata sicuramente apprezzabile.

In verità, nonostante gli indici normativi testè indicati lascerebbero propendere per l'ipotesi di una responsabilità ibrida (contrattuale ed extracontrattuale assieme), ad avviso di chi scrive ci si può ragionevolmente domandare se l'art. 35 *bis* non intenda in realtà riferirsi alla sola ipotesi di responsabilità di tipo aquiliano. In effetti, non si

comprende per quale motivo il legislatore europeo avrebbe dovuto avvertire l'esigenza di disciplinare anche l'ipotesi di responsabilità contrattuale delle agenzie di *rating*, posto che, ricadendo tale ipotesi nella disciplina generale della responsabilità contrattuale, non si pongono problemi di tutela del contraente deluso. Tale considerazione sembrerebbe supportata dalla lettura del considerando n. 32 del Regolamento UE n. 462/2013: in particolare, la lettura dell'ultimo periodo (che testualmente recita: «Mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di rating del credito possono scegliere di intentare un'azione nei confronti di tale agenzia di rating del credito per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti») sembrerebbe lasciare intendere che il legislatore europeo, nel dettare la nuova normativa sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating*, sia stato mosso dalla preoccupazione di apprestare una tutela ad investitori ed emittenti nel caso in cui gli stessi non siano legati all'agenzia di *rating* da un vincolo di natura contrattuale⁴¹⁶.

Purtroppo, la lettura della proposta della Commissione⁴¹⁷ non aiuta a sciogliere definitivamente il

⁴¹⁶ Nel senso che il Regolamento disciplini la sola responsabilità aquiliana parrebbe DI VINCENZO M., *op. cit.*, p. 104.

⁴¹⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 15 novembre 2011, COM(2011) 747 definitivo, 2011/0361 (COD), disponibile all'indirizzo <http://eur->

dubbio. Mentre la rubrica dell'articolo 35 *bis*, nella sua formulazione in lingua inglese (*Civil liability*), farebbe propendere per la medesima interpretazione già indicata *supra* (ossia responsabilità ibrida – contrattuale ed extracontrattuale insieme), poiché ci si sarebbe altrimenti aspettati di trovare indicazioni diverse e più specifiche (quali, ad esempio, *tort* o *breach of contract*). E parte della dottrina⁴¹⁸ ritiene appunto che la norma non operi alcuna distinzione tra le due tipologie di responsabilità.

Non essendo possibile affermare in via definitiva la natura esclusivamente aquiliana od anche contrattuale della responsabilità in esame, nel prosieguo della trattazione il ragionamento si baserà sull'ipotesi più ampia, ossia quella della responsabilità ibrida. Questa scelta permetterà di compiere una disamina completa della disposizione analizzata; poiché nel più sta il meno, ove il lettore prediliga la tesi della responsabilità esclusivamente aquiliana potrà semplicemente obliterare quelle parti in cui si discorrerà di responsabilità contrattuale.

Dopo aver tentato di delineare l'ambito di operatività della norma in esame, si può finalmente entrare nel vivo della disposizione.

Il primo comma del par. 1 stabilisce che tanto l'investitore quanto l'emittente⁴¹⁹ possono domandare il

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0747:FIN:IT:PDF.

⁴¹⁸ Si veda il già citato GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., pp. 72 s..

⁴¹⁹ L'art. 35 *bis*, par. 1, così come formulato nella proposta della Commissione, faceva riferimento esclusivamente ai danni subiti dall'investitore. Si ritiene debba essere valutata favorevolmente la scelta del legislatore del Regolamento UE n. 462/2013 di estendere l'ambito di applicazione del nuovo art. 35 *bis* anche ai danni subiti dagli emittenti.

risarcimento per i danni subìti, ma introduce al contempo dei limiti alla responsabilità delle agenzie di *rating*⁴²⁰. Innanzitutto, le agenzie di *rating* possono essere chiamate a rispondere dei danni cagionati soltanto ove abbiano agito con dolo (“intenzionalmente”) o con colpa grave⁴²¹. Tale previsione normativa non sembra sollevare particolari problemi. Come si è visto *supra*, tale limite è già stato accolto nell’elaborazione dottrinale nazionale, che, in virtù della particolare attività svolta dalle società di *rating*, ritiene debba applicarsi alla fattispecie in esame la norma di cui all’art. 2236 cod. civ., che limita la responsabilità del prestatore d’opera intellettuale la cui prestazione

⁴²⁰ Nota DI VINCENZO M., *op. cit.*, p. 104 (il quale scrive poco prima dell’approvazione definitiva del Regolamento UE n. 462/2013), che «[s]embra (...) che il legislatore comunitario, di fronte al *trade-off* insito nella scelta del regime di responsabilità civile da applicare alle società di *rating*, abbia optato per una posizione intermedia, scegliendo di riconoscere la responsabilità civile in caso di violazioni regolamentari solo nei casi più gravi».

⁴²¹ L’art. 35 *bis*, par. 3, così come formulato nella proposta della Commissione, stabiliva che «[u]n’agenzia di *rating* del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri che il presente regolamento le impone».

Nel *Parere della commissione giuridica destinato alla commissione per i problemi economici e monetari. 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)0747 – C7-0420/2011 – 2011/361(COD)), 2011/0361(COD), Relatore per parere: Cecilia Wikström, 3 maggio 2012, disponibile all’indirizzo http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/ju-ri/ad/900/900331/900331it.pdf, si legge, infatti, che «il relatore suggerisce di eliminare la definizione proposta di negligenza grave, in quanto grave trascuratezza da parte delle agenzie di *rating* del credito, poiché non fornirebbe alcuna chiarezza aggiuntiva non definendo ciò che costituisca “negligenza grave”» (p. 3).*

implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà alle ipotesi in cui lo stesso abbia agito con dolo o con colpa grave. La natura prognostica del *rating* del credito, in mancanza di capacità divinatorie in capo al *rater*, rende l'attività di classamento del merito creditizio particolarmente difficile, sicché non pare inopportuno limitare la responsabilità delle agenzie di *rating* del credito per i danni prodotti dalla diffusione di una valutazione non corretta alle ipotesi di dolo o colpa grave, con conseguente esclusione delle ipotesi di colpa lieve⁴²².

Altro limite introdotto dal primo comma del par. 1 ai fini dell'operatività della norma in esame è quello per cui l'agenzia di *rating* deve aver commesso una delle violazioni di cui all'allegato III del Regolamento: non qualsiasi violazione sarà dunque rilevante, ma soltanto quelle riconducibili all'elenco indicato dal legislatore europeo. Si tratta, quindi, di un'ipotesi di colpa specifica. In particolare, l'allegato III elenca le seguenti categorie di violazioni: I) violazioni connesse ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi od operativi; II) violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza; III)

⁴²² Si veda, in proposito, il Considerando n. 33 del Regolamento UE n. 462/2013: «Occorre che le agenzie di rating del credito possano essere ritenute responsabili se violano intenzionalmente o per colpa grave gli obblighi imposti loro dal regolamento (CE) n. 1060/2009. Tale criterio di colpevolezza è appropriato in quanto l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato. Inoltre, è opportuno che le agenzie di rating del credito siano esposte a una responsabilità potenzialmente illimitata unicamente in caso di violazione intenzionale o per colpa grave del regolamento (CE) n. 1060/2009».

violazioni delle disposizioni in materia di informativa⁴²³. Si tratta di un elenco di violazioni esteso; ma, per quanto ampio, nessun elenco può comprendere tutte le ipotesi di violazioni astrattamente immaginabili, sicché può ipotizzarsi che l'emissione di un *rating* non corretto possa derivare da una violazione diversa rispetto a quelle indicate nell'allegato III, con la conseguenza che tale ipotesi non ricadrà sotto la disciplina dell'art. 35 *bis*. E non pare nemmeno potersi intendere il rinvio alle violazioni di cui all'allegato III come fatto in via meramente esemplificativa: la lettera della norma non si presta ad avvalorare una simile interpretazione, sicché l'interpretazione più rispettosa del dettato normativo porta inevitabilmente a considerare tassativo il rinvio all'elenco di violazioni contenuto nell'allegato III. Come si avrà modo di approfondire più avanti, tale limite non costituisce un ostacolo insormontabile: lo stesso legislatore europeo, infatti, ha lasciato aperta una via per sanzionare i comportamenti antigiuridici delle agenzie di *rating* diversi dalle violazioni di cui all'allegato III (per cui si rinvia all'esame del successivo par. 4).

⁴²³ A proposito del richiamo alle violazioni di cui all'allegato III cfr. GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 73: «L'allegato III al Reg. 1060/2009, pur ampiamente rivisto in sede di emendamento, riassume quel tanto mastodontico quanto imbello impianto normativo fatto di norme in materia di conflitti di interesse, trasparenza delle metodologie, *governance* e altri dettagli di natura essenzialmente procedurale e burocratica. Nulla tuttavia che consenta un sindacato di merito sulla valutazione espressa e men che meno il suaccennato obbligo, che viceversa ogni raccomandatore deve osservare, di assicurare la dimostrabilità della ragionevolezza del giudizio espresso».

Infine, la violazione ricompresa tra quelle di cui all'allegato III deve aver inciso sul *rating* del credito. In altri termini, l'agenzia di *rating* sarà chiamata a rispondere dei danni cagionati ad investitori ed emittenti soltanto ove il mancato rispetto delle prescrizioni contenute nel regolamento comunitario abbia condotto all'emissione di un *rating* diverso rispetto a quello che l'agenzia avrebbe emesso se avesse rispettato scrupolosamente le prescrizioni normative⁴²⁴. Ciò significa che, quand'anche l'agenzia abbia commesso una violazione, ma tale violazione non abbia inciso sulla specifica valutazione del merito creditizio dell'emittente o dell'emissione, ai quali sarebbe stato perciò attribuito il medesimo identico giudizio di *rating*, l'agenzia non potrà essere chiamata a rispondere ai sensi dell'art. 35 *bis*; ciò appare assolutamente ragionevole, in quanto non è difficile immaginare situazioni nelle quali, pur essendo stata commessa una violazione delle norme regolamentari, la stessa non abbia in concreto influito sul *rating* del credito. Quello che rileva, insomma, non è la violazione in sé e per sé, ma la violazione in quanto eziologicamente collegata («ha inciso», «having an impact») alla determinazione del *rating* da attribuire all'oggetto della valutazione.

Il dettato normativo non appare, però, del tutto convincente. Ai fini della configurazione della responsabilità civile la norma richiede soltanto che sia

⁴²⁴ L'art. 35 *bis*, par. 2, così come formulato nella proposta della Commissione, indicava esplicitamente che «[u]n'infrazione è considerata tale da incidere sul rating del credito se il rating che l'agenzia ha emesso è diverso da quello che avrebbe emesso se non avesse commesso l'infrazione». Si trattava, in effetti, di una indicazione tautologica e sovrabbondante, che nulla aggiungeva alla norma, sicché la sua espunzione dal testo definitivo dell'art. 35 *bis* non comporta problemi di sorta.

stata commessa una determinata violazione e che tale violazione sia eziologicamente collegata alla determinazione del *rating* assegnato; non richiede, invece, che il *rating* assegnato sia difforme rispetto al reale merito di credito dell'emittente o dell'emissione oggetto di valutazione. In altri termini, non si richiede che il *rating* assegnato in conseguenza della violazione sia difforme rispetto al reale rischio di credito dell'oggetto della valutazione, ma soltanto che sia diverso da quello che sarebbe stato assegnato ove tale violazione non fosse stata commessa. Cosicché ove il *rating* frutto della violazione risultasse per avventura conforme all'effettivo rischio di credito dell'emittente o dell'emissione, ma difforme rispetto al *rating* (formalmente ineccepibile, ma sostanzialmente inesatto) che sarebbe stato assegnato se la violazione non fosse stata commessa, l'agenzia di *rating* potrebbe paradossalmente essere chiamata a risarcire un danno legato alla diffusione di un *rating* corretto. Come superare tale aporia? Per quanto concerne l'investitore, la risposta va probabilmente rinvenuta nella individuazione dell'esistenza o meno di un danno inteso come pregiudizio derivante dalla (nel senso di eziologicamente collegato con la) emissione di un *rating* non corretto. Se il *rating* è sostanzialmente corretto, in quanto corrispondente al reale rischio di credito dell'oggetto della valutazione, potrà l'investitore affermare di aver subito un danno causalmente collegato all'emissione del *rating*? La risposta – si crede non vi siano difficoltà nell'affermarlo – deve essere negativa. Ove l'investitore abbia effettuato le proprie scelte finanziarie di investimento, mantenimento o disinvestimento facendo affidamento su di un *rating* sostanzialmente corretto, quand'anche l'investimento dovesse rivelarsi non profittevole, lo stesso non potrà certo rivolgere pretese risarcitorie nei confronti dell'agenzia di

rating; e ciò perché il danno eventualmente subito non deriva causalmente né dal *rating* (che è esatto) né dalla violazione delle norme di cui all'allegato III del regolamento, ma, piuttosto, dall'alea che naturalmente permea le operazioni di investimento nei mercati finanziari.

Per quanto concerne l'emittente, la questione potrebbe non essere così semplice da risolvere. Si pensi al seguente esempio: l'agenzia di *rating* Alfa, nel rilasciare il *rating* sul merito di credito dell'emittente Beta, commette una delle violazioni di cui all'allegato III del regolamento comunitario, che incide sul *rating* emesso; ove tale violazione non fosse stata commessa, il *rating* attribuito all'emittente Beta sarebbe stato superiore; accade, però, che il *rating* emesso, pur frutto della violazione del Regolamento comunitario, si riveli essere corretto, ossia corrispondente al reale merito creditizio dell'emittente Beta. A causa del basso giudizio ricevuto, l'emittente Beta incontra difficoltà nel collocare i propri prodotti finanziari sul mercato: l'emissione ha scarso successo e l'emittente, per convincere i potenziali investitori, deve promettere loro rendimenti più alti (sotto forma di tassi di interessi più elevati), che si traducono in un maggior costo per l'emittente. Si pone l'interrogativo se in una siffatta ipotesi l'emittente Beta possa domandare il risarcimento del danno all'agenzia di *rating* Alfa. Per quanto paradossale, si potrebbe rispondere positivamente al quesito, affermando che il danno è causalmente collegato alla violazione del regolamento commessa dall'agenzia Alfa, poiché se tale violazione non fosse stata commessa il giudizio di *rating* sarebbe stato più favorevole e, di conseguenza, l'emissione avrebbe avuto maggior successo. Insomma, se il ragionamento deve essere limitato alla sequenza i) violazione del regolamento → ii) che incide sul *rating* →

iii) che cagiona un danno, allora la pretesa risarcitoria dell'emittente danneggiato dall'emissione di un *rating* corretto ma frutto di una violazione del regolamento dovrebbe trovare riconoscimento. Come uscire dall'*impasse*? Che il danno derivi dalla diffusione di notizie corrette non pare in questo caso controvertibile. Ma che si tratti di danno che merita di essere risarcito è fortemente opinabile. Potrebbe in questo caso soccorrere il giudizio di bilanciamento tra i contrapposti interessi: da un lato, l'interesse dell'emittente a non veder danneggiata la propria reputazione economica; dall'altro, l'interesse della collettività alla correttezza delle informazioni diffuse sul mercato. E si ritiene si possa affermare che, nel caso in esame (ove – si ricorda – il *rating* emesso, seppur frutto di una violazione del regolamento comunitario, corrisponde all'effettivo rischio di credito dell'emittente), l'interesse del primo debba soccombere, a fronte del preminente interesse alla tutela dell'integrità del mercato.

Le letture appena proposte tentano di offrire un correttivo alla dubbia formulazione della norma europea. Ad avviso di chi scrive, meglio sarebbe stato se il legislatore europeo, anziché disporre che «l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti *a causa della violazione*», avesse statuito che «l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti *a causa dell'emissione di un rating errato in conseguenza della commissione di una delle violazioni di cui all'allegato III*», o altra formulazione analoga.

Il secondo comma del par. 1 indica a quali condizioni l'investitore può domandare il risarcimento del danno subito ai sensi dell'art. 35 *bis*. E tali condizioni appaiono affatto semplici da soddisfare; sicché, ancora una volta, l'investitore si troverà nella difficoltà (se non

nell'impossibilità) di offrire la dimostrazione richiesta per vedersi riconosciuto il diritto ad ottenere il risarcimento del pregiudizio subito⁴²⁵. Ma si proceda con ordine.

⁴²⁵ Cfr. GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 74: «Sul piano della pura logica, prima ancora che su quello della dialettica processuale, la predetta limitazione compromette seriamente l'effettività della norma. Diviene infatti pressoché impossibile dimostrare di non aver riposto eccessivo affidamento sul rating, o comunque di averlo fatto con la dovuta (qualificata?) diligenza, e nel contempo sostenere che quello stesso rating avrebbe determinato la scelta dell'investitore. Specularmente, l'agenzia avrebbe buon gioco ad affermare l'antinomia in termini eguali e contrari: sostenendo cioè che la proposizione stessa dell'azione giudiziaria dimostrerebbe come il lamentato danno derivi dall'eccessivo (e fors'anche incauto) affidamento riposto sul rating dall'investitore ovvero, se mai quest'ultimo riuscisse a provare il contrario, che il danno non potrebbe ricondursi ad un rating la cui incidenza sulla valutazione dell'investitore sarebbe stata minima se non irrilevante, comunque certamente non di per sé determinante rispetto alla decisione di investimento. Nella sostanza, la debolezza intrinseca alla disposizione è propriamente insita nell'accordare un diritto di azione per essersi fidati di un qualcosa di cui la stessa fonte normativa vieta di fidarsi».

Cfr. altresì MONTALENTI P., *op. cit.*, p. 517: «la pretesa risarcitoria può arenarsi sul piano della prova del nesso di causalità con la scelta di investimento (cfr. art. 35 a, comma 1). Il tema dell'onere probatorio è infatti, in questa materia, cruciale. Per un approccio innovativo si veda, ad esempio, in materia di responsabilità da prospetto, il rescritto della nostra Suprema Corte secondo cui “in presenza di un prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni societarie che contenga informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, l'emittente al quale le errate informazioni siano imputabili, anche solo a titolo di colpa, risponde verso chi ha sottoscritto le azioni del danno subito per aver acquistato titoli di valore inferiore a quello che il prospetto avrebbe lasciato supporre, *dovendosi presumere, in difetto di prova*

Il par. 1 comma 2 stabilisce che l'investitore può chiedere il risarcimento dei danni «qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito»⁴²⁶. L'investitore deve, dunque, dimostrare che l'affidamento dallo stesso

contraria, che la non veridicità del prospetto medesimo abbia influenzato le scelte d'investimento del sottoscrittore”: la presunzione è qui la “chiave” per l'accoglimento della pretesa risarcitoria».

⁴²⁶ Cfr. il Considerando n. 36 del Regolamento UE n. 462/2013: «È opportuno che l'obbligo per gli investitori istituzionali, compresi i gestori di investimenti, di effettuare le proprie valutazioni del merito di credito di attività non impedisca alle autorità giudiziarie di dichiarare l'esistenza di una responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito che ha commesso una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 per i danni cagionati ad un investitore. Il presente regolamento aumenterà le possibilità degli investitori di effettuare una propria valutazione del rischio, ma questi continueranno ad avere un accesso più limitato alle informazioni rispetto alle agenzie di rating del credito. Inoltre, i piccoli investitori in particolare possono non essere in grado di valutare criticamente un rating del credito fornito da un'agenzia di rating del credito».

Similmente, l'art. 94, comma 8 T.U.F. dispone che «[l]'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso».

riposto nel giudizio di *rating* era “ragionevole”⁴²⁷; ed il giudizio di ragionevolezza deve essere effettuato alla luce di quanto disposto dall’art. 5 *bis*, par. 1 o, in ogni caso, secondo i dettami imposti dalla diligenza dovuta in materia⁴²⁸. Ci si domanda quale sia il rapporto tra le prescrizioni imposte dall’art. 5 *bis*, par. 1 e la “dovuta diligenza” (*due diligence*). In altri termini, la “diligenza

⁴²⁷ Cfr. Considerando n. 10 del Regolamento: «Coloro che utilizzano i rating del credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all’opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali rating».

⁴²⁸ Critico nei confronti del richiamo all’art. 5 *bis* è GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 75, il quale sottolinea l’ambiguità della scelta regolamentare: «La tesi del *just an opinion*, che il divieto di *over-reliance* finisce col coonestare, si pone tuttavia in aperta antitesi vuoi con la rilevanza regolamentare vuoi con la funzione stessa del rating. In effetti, o il rating è un mero commento opinionistico, come tale inservibile all’investitore, ed allora non si comprende che cosa attendano i legislatori a cancellarlo con effetto immediato dalla regolamentazione vigente; oppure esso deve, dovrebbe costituire uno strumento di orientamento per l’investitore, per cui sostenere che si tratti di qualcosa di inaffidabile diviene un’aporia nell’aporia. Tuttavia, la scelta regolamentare è ancor più sottile e ambigua, traducendosi in un divieto non già di affidamento bensì di *eccessivo* affidamento: il che, sul piano probatorio, si trasforma in un ostacolo pressoché insormontabile all’eventuale successo dell’azione promossa dall’investitore. Tocca a costui, a norma del cit. art. 35-*bis*, § 1, alinea 2, provare di aver “ragionevolmente” riposto affidamento in conformità dell’art. 5-*bis* ma, atteso che tale ultima norma vieta l’*over-reliance*, l’affidamento ragionevole diviene l’affidamento non eccessivo, ossia non esclusivo né automatico (“meccanico” nel linguaggio legislativo). La formula è aggravata, poi, dalla previsione di chiusura “e in ogni caso con la dovuta diligenza”, altra nozione, per come formulata, di disagiata intuizione».

dovuta”, nel contesto della disposizione in esame, costituisce una sorta di formula di chiusura, che va a completare il dettato dell’art. 5 *bis* par. 1, oppure assume un proprio autonomo significato? La risposta non è semplice, e diverse sono le interpretazioni possibili. Si ricorda che la norma di cui all’art. 5 *bis* (rubricato “Eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie”), par. 1, dispone che «[l]e entità di cui all’articolo 4, paragrafo 1, primo comma, effettuano la loro valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai rating del credito per la valutazione del merito di credito di un’entità o di uno strumento finanziario»; le entità di cui all’art. 4, par. 1 sono gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le imprese di riassicurazione, gli enti pensionistici aziendali o professionali, le società di gestione, le società di investimento, i gestori di fondi di investimento alternativi e le controparti centrali, ossia tutti quei soggetti che possono utilizzare a fini regolamentari solo i *rating* del credito emessi da agenzie di *rating* del credito stabilite nell’Unione e registrate conformemente al regolamento CE.

Una prima possibile interpretazione è quella che porta ad applicare il disposto dell’art. 5 *bis*, par. 1, ai fini indicati dall’art. 35 *bis*, par. 1, comma 2, a tutti gli investitori, ossia non soltanto alle istituzioni finanziarie (cioè ai soggetti ai quali la rubrica dell’articolo 5 *bis* si riferisce), ma a qualsiasi investitore, professionale o *retail* che sia⁴²⁹. Con

⁴²⁹ In tal senso GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 74, nt. 9: «Per la verità l’art. 5/bis richiama solo le entità indicate all’art. 4 § 1 che, nella versione emendata dal Reg. 462/2013, ricomprendono operatori di natura istituzionale (nella specie, enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazione, imprese di riassicurazione,

la conseguenza che qualsiasi investitore che intenda domandare il risarcimento del danno patito a causa dell'affidamento riposto su un *rating* inesatto, indipendentemente dal grado di professionalità dello stesso (si tratti del grosso istituto di credito piuttosto che del pensionato inesperto che investe i propri risparmi personali), dovrà dimostrare di aver ragionevolmente riposto affidamento sul *rating* del credito in conformità all'art. 5 *bis*, par. 1, ossia di aver effettuato la propria valutazione del rischio di credito e di non essersi affidato esclusivamente o meccanicamente ai *rating* per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario. Questa interpretazione pare essere supportata dalla lettera del comma 2 del par. 1 dell'art. 35 *bis*, che si riferisce in generale alla figura dell'investitore («un investitore», «an investor») senza nulla specificare, senza operare, cioè, alcuna differenziazione tra l'investitore qualificato e l'investitore *retail*. Sicché la conseguenza logica sarebbe l'estensione del disposto dell'art. 5 *bis*, par. 1, ai limitati fini dell'operatività dell'art. 35 *bis*, par. 1, comma 2, a tutte le categorie di investitori.

Tale interpretazione, per quanto non priva di argomenti, non pare del tutto convincente, né sul piano logico né sul piano strettamente letterale. Seguendo la predetta interpretazione, infatti, si finisce col produrre una serie di non auspicabili conseguenze. In primo luogo, si equipara l'investitore *retail* all'investitore professionale,

enti pensionistici aziendali o professionali, società di gestione, società di investimento, gestori di fondi di investimento alternativi e controparti centrali), ma il generico riferimento all'investitore nell'art. 35/bis consente di inferire che la stessa regola imposta agli istituzionali sia estesa a qualsivoglia altro operatore».

chiedendo al primo, privo di specifiche competenze economico-finanziarie, di svolgere le medesime valutazioni indipendenti che l'art. 5 *bis*, par. 1 richiede di svolgere alle istituzioni finanziarie (soggetti professionali, dotati di conoscenze tecniche, esperienza e risorse economiche nemmeno lontanamente equiparabili a quelle dell'investitore *retail*): con ciò aggravando non poco la posizione dell'investitore non professionale, che ben difficilmente (per non dire praticamente mai) sarà in grado di dimostrare di non aver fatto meccanicamente affidamento sul *rating* del credito e di aver svolto una propria valutazione del rischio di credito dell'emittente e/o dell'emissione. L'effetto che si verrebbe a produrre sarebbe paradossale: l'investitore professionale, ossia quello che meno ha bisogno dei giudizi di *rating* delle agenzie perché dotato dell'organizzazione e delle competenze necessarie per valutare in via autonoma il rischio di credito di un emittente o di una emissione, potrebbe incontrare meno difficoltà nel domandare il risarcimento del danno patito rispetto all'investitore *retail*, ossia colui che più ha bisogno dei giudizi di *rating* per prendere decisioni di investimento: mentre, infatti, l'investitore professionale potrebbe dimostrare di aver effettuato una propria valutazione del rischio di credito, quale dimostrazione potrebbe fornire l'investitore non professionale, che nemmeno saprebbe da che parte cominciare una simile valutazione?

Altra conseguenza, ad avviso di chi scrive non desiderabile, che si verrebbe a produrre sarebbe quella di interpretare l'inciso «o in ogni caso con la dovuta diligenza» come mera appendice dell'art. 5 *bis*, una formula di chiusura che nulla sembrerebbe aggiungere a quanto disposto dall'art. 5 *bis*, par. 1. Insomma, ben vengano le formule di chiusura; ma in questo caso la

“diligenza dovuta” potrebbe forse assumere un proprio ed autonomo significato, e non essere mera (e forse inutile) appendice dell’art. 5 *bis*, par. 1.

Infine, terza ed ultima conseguenza che si ritiene preferibile evitare, è quella di ignorare completamente la rubrica dell’art. 5 *bis*, par. 1, nonché il puntuale elenco di soggetti che il legislatore europeo si è dato la pena di inserire nell’art. 4, par. 1. Vero è che l’art. 35 *bis*, par. 1, comma 2 fa riferimento ad “un investitore”, senza meglio qualificarlo; ma, in presenza di indici normativi che – sebbene non lampanti, ma neppure troppo nascosti – lasciano spazio per un’interpretazione rispettosa del senso della norma di cui all’art. 5 *bis*, par. 1, si ritiene si debba senz’altro propendere per quest’ultima.

Quale, allora, la possibile interpretazione alternativa? Ad avviso di chi scrive, la norma andrebbe intesa in questo senso: l’investitore che intenda chiedere il risarcimento dei danni deve, in ogni caso, provare di aver riposto ragionevole affidamento sul *rating*; ma, ove si tratti di investitore-istituzione finanziaria, lo stesso dovrà dimostrare che il proprio affidamento era ragionevole secondo quanto disposto dall’art. 5 *bis*, par. 1; in tutti gli altri casi, ossia in riferimento a tutti gli investitori non ricompresi nell’elenco di cui all’art. 4, par. 1, l’investitore dovrà dimostrare di aver riposto affidamento sul *rating* secondo la *dovuta diligenza*⁴³⁰. Questa interpretazione, si

⁴³⁰ Bisogna, dunque, differenziare a seconda delle diverse tipologie di investitori. In proposito cfr. VELLA F., *op. cit.*, p. 325, secondo il quale «[i]l rating è (...) divenuto pericoloso non in quanto tale, ma per il fatto di aver anestetizzato la capacità di conoscere, ragionare, verificare e controllare, di tutti coloro che operano sul mercato. E se, come abbiamo visto, chi in un rapporto costi/benefici, ha tutto il diritto a farsi anestetizzare, e cioè il risparmiatore che non ha mezzi, risorse e tempo per “andare oltre” la tripla A che marca il

ritiene, non stravolge né la lettera né il significato della norma, ma, anzi, li valorizza. Innanzitutto, si valorizza la distinzione tra gli investitori *retail* e gli investitori professionali, scongiurando una non desiderata assimilazione degli uni agli altri. Poi, si valorizza l'inciso "dovuta diligenza", che non è più mera appendice e formula di chiusura, ma assume un autonomo significato relativamente a tutti quegli investitori non compresi nell'elenco richiamato dall'art. 5 *bis*, par. 1: la "dovuta diligenza" andrà valutata caso per caso, utilizzando come parametro quello di cui all'art. 1176 cod. civ.. Infine, si rispetta lo spirito della norma di cui all'art. 5 *bis*, par. 1, evitando di applicarlo a fattispecie (o, meglio, a soggetti) che non gli sono proprie.

Il legislatore europeo avrebbe certamente potuto essere più chiaro, formulando la norma in modo tale da non dare adito a dubbi; ma il risultato interpretativo al quale si è giunti non pare ultroneo.

Una volta stabilito quale sia il parametro al quale riferire la ragionevolezza dell'affidamento riposto dall'investitore nel *rating*, occorre svolgere qualche ulteriore considerazione sul secondo comma del par. 1.

Come si è detto al principio del presente commento, l'analisi qui condotta sull'art. 35 *bis* presuppone che lo stesso regoli tutte le ipotesi di responsabilità in cui possono incorrere le agenzie di *rating*, si tratti di responsabilità contrattuale o extracontrattuale. Ora, richiedere al danneggiato di dimostrare di aver fatto affidamento sul *rating* nell'ambito di una domanda di

suo piccolo investimento, la stessa cosa non può dirsi per chi, si pensi ai fondi di investimento o agli intermediari creditizi, ha invece l'obbligo di verificare e indagare, senza fare del *rating* il suo unico ed esclusivo parametro di riferimento».

risarcimento del danno per responsabilità extracontrattuale non desta particolari perplessità; anzi, risulta conforme alla disciplina interna della responsabilità aquiliana (art. 2043 cod. civ.), ove si richiede al danneggiato di fornire la prova del nesso causale tra la condotta del danneggiante ed il danno subito. La prova del ragionevole affidamento riposto sul *rating* a buon titolo si inserisce nella prova del nesso causale, poiché ove tale affidamento non vi sia stato, oppure vi sia stato ma sia stato irragionevole, non potrà affermarsi la derivazione causale del danno dalla condotta dell'agenzia di *rating*. Ma ove l'investitore lamenti un danno derivante da inadempimento contrattuale del *rater* la disciplina europea si discosta sensibilmente da quella di diritto interno, in senso deteriore per le ragioni dell'investitore-creditore insoddisfatto. Seguendo lo schema classico della responsabilità contrattuale *ex art.* 1218 cod. civ., infatti, l'investitore-creditore dovrebbe dare soltanto la prova del titolo, potendo limitarsi ad allegare l'inadempimento di controparte (prova dell'esistenza del titolo, perciò prova dell'esistenza del contratto tra l'investitore stesso e l'agenzia di *rating*; e non, invece, prova di aver riposto ragionevolmente affidamento sul giudizio dell'agenzia di *rating*). Va, tuttavia, considerato che nell'ipotesi in cui l'investitore-danneggiato sia legato all'agenzia di *rating* da un vincolo di natura contrattuale proprio l'esistenza di tale vincolo appare sintomatica dell'affidamento che l'investitore ripone nel *rating*.

Si giunge così ad esaminare il terzo ed ultimo comma del par. 1, che indica in quale ipotesi l'emittente può domandare il risarcimento del danno subito ai sensi della norma in esame. Nella specie, l'emittente deve provare i) che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del *rating* del credito e ii) che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite

dall'emittente all'agenzia di *rating* del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili.

Per quanto riguarda il primo punto non vi sono particolari considerazioni da fare, se non che, come già rilevato dalla dottrina, la prova, da parte dell'emittente, che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del *rating* «per la verità, non è una prova bensì il fatto stesso deducibile in giudizio, ossia un necessario e pacifico presupposto dell'azione»⁴³¹.

Quanto al secondo punto, è stato notato dalla medesima dottrina poc'anzi richiamata che «[n]ella sostanza all'emittente si chiede semplicemente di dimostrare un'assenza di concorso di colpa nella produzione del *rating* dannoso. Per quanto processualmente discutibile (il concorso di colpa del danneggiato costituisce un'eccezione sollevabile dal danneggiante, dunque ricadente nell'onere probatorio di quest'ultimo), non sembrerebbe trattarsi di un incombente di difficile assolvimento: sarà infatti sufficiente che l'emittente dimostri di non aver fornito dati falsi o ambigui che possano aver provocato la violazione»⁴³².

⁴³¹ GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 74.

⁴³² GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 74.

2.2. (segue) L'art. 35 bis, paragrafo 2

Il paragrafo 2 recita:

« 2. Spetta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso.

L'organo giurisdizionale nazionale competente stabilisce cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating »⁴³³.

Il secondo paragrafo si sofferma ulteriormente sulla prova richiesta ai fini dell'affermazione della responsabilità in capo all'agenzia di *rating*.

In particolare, l'investitore e l'emittente che vogliono chiedere all'agenzia di *rating* il risarcimento dei danni subiti dovranno dare la prova, oltre che degli elementi già visti nei commi 2 e 3 del par. 1, altresì i) della violazione del regolamento comunitario da parte dell'agenzia di

⁴³³ Tale norma riprende il contenuto del Considerando n. 34 del Regolamento UE n. 462/2013: «L'investitore o l'emittente che chiede il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe fornire informazioni precise e dettagliate che indichino che l'agenzia ha commesso tale violazione. È opportuno che ciò sia valutato dall'organo giurisdizionale competente, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente può non avere accesso a informazioni che rientrano nella sfera dell'agenzia di rating del credito»

rating nonché ii) dell’impatto che la violazione ha avuto sul *rating* emesso.

Tale paragrafo pare porre in capo all’investitore ed all’emittente un vero e proprio onere della prova, e non un mero onere di allegazione. La locuzione utilizzata dal legislatore europeo («fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che...»); «to present accurate and detailed information indicating that ...») sembra condurre alla predetta interpretazione; ove l’onere fosse stato di semplice allegazione, sarebbe stato richiesto all’investitore ed all’emittente non di “fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino” (ossia, più sinteticamente, di “provare”), bensì, più semplicemente, di “indicare”⁴³⁴.

L’onere probatorio posto in capo all’investitore ed all’emittente danneggiati non fa che aggravare ulteriormente la loro posizione⁴³⁵. La dimostrazione della

⁴³⁴ Che si tratti di vero e proprio onere della prova emerge anche dalla lettura di ALPA G., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, cit., p. 74, nt. 6: «il Parlamento europeo, nell’ambito della recente approvazione di tale proposta, ha negato la possibilità di un “rovesciamento dell’onere della prova in capo alle agenzie di rating”. Ciò in concreto crea peculiari problemi all’investitore cui viene, dunque, addossato l’obbligo di provare il comportamento negligente dell’agenzia e il nesso causale con la perdita patrimoniale subita».

⁴³⁵ Cfr. GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 76: «A conferma dell’immotivata scelta legislativa di sottrarre il rating all’ordinaria disciplina dei mercati finanziari, l’art. 35-*bis* non solo non attua affatto la predetta inversione, ma definisce, con singolare meticolosità, l’entità e la qualità della prova a carico dell’attore, aggravando con ciò l’onere che ordinariamente incomberebbe su quest’ultimo in assenza della specifica regolamentazione in parola».

violazione del regolamento comunitario da parte del *rater* presuppone, difatti, una conoscenza molto approfondita dell'agenzia di *rating*, della sua struttura, della sua organizzazione interna, delle sue procedure, etc.; mentre la prova del nesso intercorrente tra la violazione del regolamento ed il *rating* emesso richiede non solo approfondite conoscenze in materia di analisi finanziaria, ma anche la conoscenza delle metodologie e dei modelli di analisi impiegati dal *rater*. La richiesta di fornire elementi informativi che siano “precisi e dettagliati” pare, inoltre, escludere il ricorso al meccanismo delle presunzioni.

Sino ad ora è emerso un quadro dell'onere probatorio che non può che scoraggiare l'investitore e l'emittente intenzionati a domandare all'agenzia di *rating* il risarcimento del danno subito. Il secondo comma del par. 2 lascia fortunatamente intravedere una possibile via di uscita, attenuando l'eccessivo rigore della prova richiesta. Nel secondo comma del par. 2 il legislatore europeo, conscio delle gravi difficoltà probatorie cui andranno verosimilmente incontro gli attori, ha, difatti, introdotto un parziale correttivo, statuendo che il giudice competente dovrà stabilire cosa debba intendersi per “elementi informativi precisi e dettagliati”, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbero non aver accesso ad informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di *rating*. L'attenuazione del gravoso onere probatorio incombente sull'attore è perciò rimesso all'attenta considerazione del giudice, che dovrà di volta in volta delimitare, a seconda della accessibilità o meno delle informazioni necessarie all'investitore o all'emittente, l'area della prova richiesta. Ove si tratti di informazioni riservate dell'agenzia di *rating*, cui i terzi estranei non hanno accesso, non potendo chiedersi agli attori di fornire una prova piena, potrà verosimilmente

farsi ricorso alle presunzioni, se non addirittura ad un semplice meccanismo di allegazione.

Dalla lettura complessiva del paragrafo 2 emerge, dunque, un curioso meccanismo di onere della prova (per così dire) “a geometria variabile”, che, a seconda della possibilità o meno per l’investitore o l’emittente di accedere alle informazioni necessarie a fornire la prova che l’agenzia di *rating* ha violato il Regolamento e che tale violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso, estende o riduce la propria portata. Si tratta, in sostanza, dell’applicazione di quello che è conosciuto come principio della riferibilità (o vicinanza o disponibilità) della prova, che costituisce un importante temperamento al generale criterio di ripartizione dell’onere della prova dettato dalla norma di cui all’art. 2697 cod. civ., per cui *onus probandi incumbit actori* (o anche *onus probandi incumbit ei qui dicit, non ei qui negat*)⁴³⁶. Applicando il principio della riferibilità o vicinanza della prova, la dimostrazione dovrà essere fornita da parte di colui che è più vicino ai fatti da provare⁴³⁷.

⁴³⁶ Cfr. Cass. civ., sez. III, 11 maggio 2009, n. 10744, in *Guida al diritto* 2009, 31, 74 (s.m) : «La distribuzione dell’onere della prova deve tenere conto, oltre che della partizione della fattispecie sostanziale tra fatti costitutivi e fatti estintivi o impeditivi del diritto, anche del principio della riferibilità o vicinanza o disponibilità dei mezzi di prova, perché la copertura costituzionale di cui gode il diritto di agire in giudizio a tutela delle proprie posizioni soggettive impone di non interpretare la legge in modo da renderne impossibile o troppo difficile l’esercizio». Conformi, Cass. civ., sez. lav., 25 luglio 2008, n. 20484, in *Giustizia Civile Massimario* 2008, 7-8, 1210; Cass. civ., sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Civilista* 2010, 11, 61, in *Foro it.* 2002, I, 770 (nota di LAGHEZZA), in *Danno e responsabilità* 2002, 318.

⁴³⁷ Secondo GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 76 «la norma tradisce

Come tale principio verrà in concreto applicato dipenderà dai singoli giudici nazionali, avendo il legislatore europeo demandato loro il (non facile) compito di stabilire cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbero non aver accesso ad informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di *rating*⁴³⁸.

Bisogna riconoscere che il meccanismo di ripartizione dell'onere probatorio approntato dal legislatore europeo non è certo dei più trasparenti; si può immaginare che la sua applicazione darà facilmente vita a dubbi e contrasti. Una soluzione diversa esisteva ed era alla portata del

un imbarazzo del compilatore. Improntata ad un esasperato rigore, la disposizione rischia di esporre l'attore all'impossibilità di assolvimento di questo greve onere probatorio: da qui il tentativo di attenuarne la portata consegnando al giudice la facoltà di mitigarlo. In altri termini, espulso dal rifiuto del più razionale modello di inversione vigente nel contenzioso finanziario, il principio di vicinanza della prova rientra nel meccanismo probatorio attraverso questa impropria scorciatoia. Una plausibile conclusione potrebbe essere nel senso di ritenere sufficiente un'amministrazione probatoria in via di presunzione. Del resto gli elementi informativi, precisa la norma, debbono "indicare", non "provare", il che lascerebbe inferire come siffatti elementi non debbano fornire una prova diretta e liquida della violazione e del suo impatto sul rating bensì semplicemente additarne la presumibile verifica».

⁴³⁸ GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 76: «Senonché proprio l'aver affidato al singolo magistrato il compito di definire il limite dell'onere (e dunque il limite stesso di fruizione del beneficio presuntivo) contribuisce alla creazione di un quadro processuale viepiù connotato da una diffusa incertezza e da una costante instabilità: obiettivo esattamente inverso a quello che una norma convintamente protesa a garantire un'effettiva tutela in giudizio dovrebbe prefiggersi».

legislatore europeo, e cioè quella di riversare l'onere della prova in capo all'agenzia di *rating*, la quale sarebbe stata per tale via chiamata a dimostrare di non aver commesso l'infrazione e/o che l'infrazione commessa non aveva avuto un impatto sul *rating* emesso⁴³⁹. Una soluzione che il legislatore europeo non ha voluto seguire sino in fondo⁴⁴⁰, ma che sarebbe stata probabilmente da preferire,

⁴³⁹ In tal senso si esprimeva il par. 4 dell'art. 35 *bis* nella versione contenuta nella proposta della Commissione: «Se 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». Ed il Considerando n. 26 della proposta della Commissione così recitava: «È importante fornire agli investitori un diritto di ricorso effettivo contro le agenzie di rating del credito. Visto che gli investitori non hanno conoscenze approfondite delle procedure interne delle agenzie di rating del credito, una parziale inversione dell'onere della prova riguardo all'esistenza di una violazione e dell'impatto di quest'ultima sul risultato del rating sembra appropriata se l'investitore ha presentato elementi sufficienti a sostegno della tesi di violazione. Tuttavia, occorre che l'onere della prova rispetto alla sussistenza di un danno e al nesso di causalità tra la violazione e il danno in questione incomba pienamente all'investitore, dal momento che entrambi toccano *in primis* l'investitore».

⁴⁴⁰ In senso contrario all'inversione dell'onere della prova si era, difatti, espressa la Commissione giuridica. Nel *Progetto di parere della commissione giuridica destinato alla commissione per i problemi economici e monetari sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, cit. (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD)), Relatore per parere: Cecilia Wikström, 2011/0361(COD), 29 febbraio 2012, disponibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/ju-ri/pa/894/894756/894756it.pdf, p. 3 si può, difatti, leggere che «[i]

relatore desidera (...) modificare le proposte di cui all'articolo 35 bis, paragrafo 4 [riferito alla proposta della Commissione del 2011: ndr]. Infatti non ritiene che sarebbe appropriato invertire l'onere della prova e imporre alle agenzie di rating del credito di dimostrare la loro innocenza quando si tratta di stabilire se una violazione ha avuto o meno ripercussioni sul rating risultante. Secondo il relatore, in questo articolo è invece opportuno sottolineare che dovrebbe essere responsabilità dell'investitore che sostiene di aver subito un danno dimostrare che la decisione di investire è dipesa da un rating del credito errato derivante da una violazione del regolamento da parte dell'agenzia di rating del credito». La Commissione giuridica, nel Progetto di parere, suggeriva di emendare l'art. 35 bis, par. 4 nei termini seguenti: «Se l'investitore ricorre contro un'agenzia di rating del credito per i danni subiti a causa di un rating del credito emesso in violazione dell'articolo 35 bis, paragrafo 1, spetta all'investitore dimostrare che l'infrazione ha avuto un impatto sul rating emesso e che tale impatto ha influito sulla decisione in materia di investimenti adottata dall'investitore» (p. 12). E la motivazione era la seguente: «The changes in Am. 2 linking civil liability with the ESMA procedure to determine whether a breach of the regulation has occurred removes the need to include provisions on the determination of whether an infringement has occurred in this article. Even though it can be hard for an investor to prove that an infringement of the regulation has affected the rating a reversal of the burden of proof would not be a proportionate measure. It should also be clarified that the investor should have to prove that a resulting error of rating due to an infringement of the rules influenced the decision to invest» (p. 13). Tale posizione è stata poi accolta nel testo definitivo del parere (*Parere della commissione giuridica destinato alla commissione per i problemi economici e monetari. 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)0747 – C7-0420/2011 – 2011/361(COD))*, 2011/0361(COD), Relatore per parere: Cecilia Wikström, 3 maggio 2012, disponibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/ju-ri/ad/900/900331/900331it.pdf, p. 3).

sia perché foriera di minori incertezze, sia perché, fermo in capo all'investitore l'onere di provare di aver ragionevolmente riposto affidamento sul *rating*, non avrebbe aumentato il rischio per le agenzie di essere esposte ad azioni risarcitorie pretestuose.

L'accertamento della violazione del Regolamento comunitario è demandato al giudice competente a conoscere della domanda⁴⁴¹.

⁴⁴¹ La Commissione giuridica, nel *Progetto di parere della commissione giuridica destinato alla commissione per i problemi economici e monetari sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, cit., pp. 11 s. suggeriva di demandare l'accertamento della violazione del Regolamento comunitario all'ESMA. In particolare, il testo dell'art. 35 *bis*, par. 1 avrebbe dovuto essere così emendato: «Se il Consiglio di sorveglianza dell'AESFEM ritiene che un'agenzia di rating del credito abbia commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni di cui all'allegato III in conformità con l'articolo 23 *sexies*, paragrafo 5 è ciò abbia inciso sul rating del credito sul quale un investitore si è basato nell'acquistare uno strumento valutato, l'investitore può promuovere un ricorso contro l'agenzia per eventuali danni subiti». La motivazione era la seguente: «Esiste già una procedura disponibile attraverso il regolamento perché l'AESFEM determini se le norme del regolamento siano state o meno violate. Questa procedura figura all'articolo 23 *sexies*, paragrafo 5. Il collegamento non implica dare all'AESFEM un ruolo attivo in eventuali procedimenti di responsabilità civile, vorrebbe solo dire che i procedimenti possono essere avviati dopo la decisione dell'AESFEM dalla quale risulti che le norme del regolamento sono state violate. Ciò elimina la necessità che le parti a un processo di responsabilità civile dimostrino che si è verificata una violazione delle regole» (p. 12). Coerentemente, il Considerando n. 25 avrebbe dovuto – secondo la Commissione giuridica – essere formulato nei seguenti termini: «Occorre che le agenzie di rating

2.3. (segue) L'art. 35 bis, paragrafo 3

Il paragrafo 3 recita:

« 3. La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito di cui al paragrafo 1 è limitata in via preventiva unicamente nei casi in cui tale limitazione sia:

del credito siano ritenute responsabili solo se il Consiglio di sorveglianza dell'AESFEM ritiene che esse violino intenzionalmente o per negligenza grave gli obblighi imposti loro dal regolamento (CE) n. 1060/2009. Questa configurazione di colpa comporta che le agenzie di rating del credito non dovrebbero essere chiamate a rispondere in azioni per responsabilità civile di negligenza con riferimento ad obblighi individuali previsti dal regolamento senza essere venute gravemente meno ai loro compiti. Il principio in oggetto è appropriato perché l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato» (pp. 7 s.). E, nel testo definitivo del parere (*Parere della commissione giuridica destinato alla commissione per i problemi economici e monetari. 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)0747 – C7-0420/2011 – 2011/361(COD)), 2011/0361(COD), Relatore per parere: Cecilia Wikström, 3 maggio 2012,* disponibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/ju-ri/ad/900/900331/900331it.pdf, p. 3) si legge che «[i]l relatore desidera inoltre creare un collegamento tra il procedimento proposto in materia di responsabilità civile e le misure di vigilanza esistenti dell'AESFEM. Il relatore propone quindi che il giudice adito, a meno che non sia evidente che non è necessario, chieda il parere dell'AESFEM e prenda in considerazione qualsiasi decisione formale dell'AESFEM. Ciò limiterebbe il rischio che l'AESFEM e i giudici raggiungano una posizione diversa sul fatto che il regolamento sia stato violato».

- a) *ragionevole e proporzionata; e*
- b) *consentita dal diritto nazionale applicabile, in conformità del paragrafo 4.*

Le limitazioni non conformi al primo comma o le esclusioni della responsabilità civile sono prive di effetti giuridici ».

Il terzo paragrafo è dedicato alle clausole di limitazione della responsabilità.

La responsabilità civile delle agenzie di *rating* di cui all'art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009 ss.mm. può essere limitata in via preventiva soltanto ove ricorrano due condizioni concorrenti (la congiunzione coordinativa “e” tra la lettera a) e la lettera b) non lascia margine a dubbi): la limitazione deve essere a) ragionevole e proporzionata e b) consentita dal diritto nazionale applicabile, in conformità del successivo paragrafo 4.

Per quanto riguarda il requisito *sub a)*, il legislatore europeo non ha inteso dare una definizione di ragionevolezza né di proporzionalità; tali nozioni, come si vedrà nel successivo paragrafo 4, andranno interpretate conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato. Il vaglio circa la ragionevolezza e la proporzionalità delle limitazioni preventive di responsabilità è dunque demandato al giudice, che sarà chiamato a decidere secondo le norme del diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato⁴⁴².

⁴⁴² Sul punto v. anche GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., pp. 76-77: «La ragionevolezza e la proporzione aprono uno spiraglio ad un sindacato di merito del magistrato, una sorta di apprezzamento della “vessatori età” della clausola limitativa. L’assenza dell’una o dell’altra condizione provocano l’inefficacia della previsione,

In riferimento al requisito *sub b*), bisognerà andare a verificare se il diritto nazionale applicabile (il rinvio è sempre al par. 4) consenta o meno limitazioni preventive di responsabilità e, in caso di risposta affermativa, a quali condizioni.

Le limitazioni di responsabilità che non soddisfano i predetti requisiti o le esclusioni della responsabilità civile sono prive di effetti giuridici (par. 3, comma secondo).

Tornando alla condizione indicata *sub b*), per quanto riguarda il diritto italiano il pensiero corre immediatamente all'art. 1229 cod. civ., il quale stabilisce che è nullo qualsiasi patto che esclude o limita preventivamente la responsabilità del debitore per dolo o per colpa grave (comma primo); è nullo altresì qualsiasi patto preventivo di esonero o di limitazione di responsabilità per i casi in cui il fatto del debitore o dei suoi ausiliari costituisca violazione di obblighi derivanti da norme di ordine pubblico (comma secondo). Sicché, ove il diritto nazionale applicabile sia quello italiano, il giudice dovrà verificare la conformità delle eventuali clausole di limitazione preventiva della responsabilità delle agenzie di *rating* con la norma di cui all'art. 1229 cod. civ.. Su tale norma ci si è già soffermati *supra*, sezione II, § 2.3., ed in

sanzione quest'ultima comminata anche alla clausola che escluda invece la responsabilità. La questione tuttavia esplica un modesto impatto pratico. Essa pare investire unicamente i *rating issuer pays*, data la menzione della limitazione preventiva, praticabile solo in presenza di una contrattualizzazione del rapporto. La possibilità di un'estensione alla disciplina dell'*unsolicited* o al rapporto con gli investitori sarebbe ricollegabile semplicemente ai *disclaimer* che accompagnano le relazioni, i quali tuttavia, consistendo in mere dichiarazioni unilaterali, sono di per sé privi di qualsivoglia giuridica efficacia nei confronti dei destinatari delle valutazioni».

questa sede ci si limita a rinviare alle considerazioni già svolte in quella sede, concentrando brevemente l'attenzione su due punti soltanto.

Primo punto: mentre la norma italiana prevede (con i limiti visti) la possibilità di introdurre clausole di esclusione o di limitazione della responsabilità, la norma europea ammette soltanto la seconda delle anzidette opzioni: il secondo comma del par. 3 stabilisce infatti che le esclusioni della responsabilità civile sono prive di effetti giuridici⁴⁴³.

Secondo punto: mentre la disposizione italiana (art. 1229 cod. civ.) prevede la sanzione della nullità, la norma europea pare invece suggerire la sanzione della inefficacia («sono *prive di effetti giuridici*»). A questa differenza di disciplina non deve, ad avviso di chi scrive, essere dato peso eccessivo, ad esempio sostenendo l'assoluta eterogeneità tra la norma italiana e la norma europea. Si ricordi, infatti, che l'art. 35 *bis* che qui si sta esaminando è stato redatto dal legislatore europeo, il quale ha il (non facile) compito di dettare disposizioni normative (che nel caso dello strumento del regolamento sono immediatamente applicabili a tutti gli Stati membri, senza bisogno di atti di recepimento o di attuazione) che abbiano significato in tutti gli Stati membri. Ciascuno Stato membro ha un proprio diritto interno, e ciascuno dei diritti nazionali ha una propria tradizione ed una terminologia

⁴⁴³ Più severa la norma dettata dal par. 5 dell'art. 35 *bis* nella versione contenuta nella proposta della Commissione: «La responsabilità civile di cui al paragrafo 1 non può essere esclusa o limitata a priori grazie ad un accordo. Eventuali clausole in tali accordi che escludono o limitano la responsabilità civile a priori sono nulle e prive di effetto». Non solo non erano ammesse clausole di esclusione della responsabilità, ma non erano ammesse nemmeno clausole di preventiva limitazione della responsabilità.

specifica. Sicché l'utilizzo di formulazioni generiche si rende indispensabile⁴⁴⁴.

2.4. (segue) L'art. 35 bis, paragrafi 4 e 5

I paragrafi 4 e 5 recitano:

« 4. I termini quali “danno”, “intenzione”, “colpa grave”, “affidamento ragionevole”, “dovuta attenzione”, “incidenza”, “ragionevolezza” e “proporzionalità”, utilizzati nel presente articolo ma non definiti, sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato. I casi concernenti la responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito che non rientrano nell'ambito di applicazione del presente regolamento sono disciplinati dal diritto nazionale applicabile determinato in base alle rilevanti norme di diritto internazionale privato. L'organo giurisdizionale competente in merito a un'azione di responsabilità civile intentata da un investitore o da un emittente è determinato in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato.

5. Il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale ».

Il legislatore europeo non si è occupato di dare una definizione compiuta ed univoca di una serie di termini utilizzati nella norma, ma ha preferito rinviare

⁴⁴⁴ Si ricorda, peraltro, che il par. 5 dell'art. 35 bis nella versione contenuta nella proposta della Commissione indicava come sanzioni sia la nullità che l'inefficacia.

all'interpretazione ed all'applicazione che essi ricevono nel diritto nazionale che sarà di volta in volta applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato⁴⁴⁵. Questo, da un lato, permetterà una maggiore aderenza tra la norma comunitaria ed il sistema di diritto interno applicabile nel caso di specie; dall'altro lato, lascerà permanere delle differenze tra le decisioni assunte dai giudici dei diversi Stati membri.

Per quanto concerne il diritto italiano, si può osservare quanto segue:

i) con riferimento alla nozione di “danno” (*damage*), il codice civile italiano non lo definisce, ma prevede soltanto i criteri per determinare la sua rilevanza giuridica ed il contenuto dell'obbligo di risarcimento⁴⁴⁶. La partizione principale è tra danno patrimoniale e danno non patrimoniale. La definizione di danno patrimoniale vede contrapporsi due concezioni principali: la c.d. concezione differenziale (o *Differenzhypothese*, ipotesi della differenza), secondo la quale il danno è pari alla differenza tra la consistenza del patrimonio del soggetto leso prima dell'inadempimento e la consistenza del patrimonio del soggetto leso dopo l'inadempimento; la concezione c.d. reale, secondo la quale per danno si deve intendere la diminuzione di valore che un bene subisce per effetto dell'inadempimento contrattuale o dell'illecito civile;

⁴⁴⁵ In tal senso già il primo periodo del considerando n. 35 del Regolamento UE n. 462/2013: «Per quanto concerne gli aspetti in materia di responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito non disciplinati o definiti dal presente regolamento, inclusi il nesso di causalità e il concetto di colpa grave, essi dovrebbero essere disciplinati dal diritto nazionale applicabile determinato in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato».

⁴⁴⁶ BUSNELLI F.D. e PATTI S., *Danno e responsabilità civile*, 2^a ed., Giappichelli, Torino, 2003, p. 3.

ii) l' "intenzione" (*intention*) altro non è se non l'elemento soggettivo del dolo;

iii) la nozione di "colpa grave" (*gross negligence*) è desumibile dall'art. 2236 cod. civ.;

iv) per quanto concerne l' "affidamento ragionevole" (*reasonably relied*), si ricorda che il principio di ragionevole (o legittimo) affidamento è un principio generale che permea di sé l'intero ordinamento giuridico; in base a tale principio è considerato meritevole di tutela il ragionevole affidamento indotto nei terzi da una situazione apparentemente corrispondente a quella reale. Con riferimento, in particolare, al diritto civile, il principio di ragionevole affidamento si rinviene nella nozione di buona fede (cfr. artt. 1175, 1375 cod. civ.), nella disciplina del pagamento effettuato al creditore apparente (art. 1189 cod. civ.), nella responsabilità precontrattuale (artt. 1337-1338 cod. civ.), nella disciplina del contratto concluso dal *falsus procurator* (art. 1398 cod. civ.), nel requisito della riconoscibilità dell'errore (art. 1431 cod. civ.), etc.;

v) circa la "dovuta attenzione" (*due care*) si può richiamare la nozione di diligenza di cui all'art. 1176, commi 1 e 2 cod. civ., nonché la norma di cui all'art. 1227 cod. civ.;

vi) l' "incidenza" (*impact*) è elemento che andrà valutato nell'ambito dell'accertamento del nesso causale;

vii) la "ragionevolezza" (*reasonable*) pare richiamare l'elaborazione della giurisprudenza costituzionale intorno all'art. 3 Cost.;

viii) la "proporzionalità" (*proportionate*) è nozione tipica soprattutto del diritto amministrativo; il principio di proporzionalità prescrive di accertare l'idoneità della misura allo scopo da raggiungere, la necessità della misura e la proporzionalità rispetto al fine da perseguire. In sostanza – si afferma –, il principio di proporzionalità

costituisce manifestazione del principio di ragionevolezza. Sicché i termini “ragionevolezza” e “proporzionalità” potrebbero anche essere letti come una endiadi.

Per quanto riguarda il giudice competente a conoscere della controversia, il legislatore europeo si limita a richiamare le norme di diritto internazionale privato, stabilendo che l’organo giurisdizionale competente in merito ad un’azione di responsabilità civile intentata da un investitore o da un emittente debba essere determinato in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato⁴⁴⁷.

Qualche dubbio solleva invece il secondo periodo del par. 4 («I casi concernenti la responsabilità civile di un’agenzia di rating del credito che non rientrano nell’ambito di applicazione del presente regolamento sono disciplinati dal diritto nazionale applicabile determinato in base alle rilevanti norme di diritto internazionale privato»), specie ove posto in relazione con il successivo par. 5 («Il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale»): l’interrogativo che si pone è quale sia il rapporto tra le due norme.

⁴⁴⁷ Un’altra soluzione era stata avanzata nel *Parere della commissione giuridica destinato alla commissione per i problemi economici e monetari. 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)0747 – C7-0420/2011 – 2011/361(COD)), 2011/0361(COD), Relatore per parere: Cecilia Wikström, 3 maggio 2012, disponibile all’indirizzo http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/ju-ri/ad/900/900331/900331it.pdf, p. 4: «il relatore suggerisce che il giudice competente sia quello dello Stato membro in cui l’investitore che ha subito il danno risiedeva al verificarsi del danno».*

Innanzitutto si ritiene che l'introduzione di tali norme debba essere accolta con grande favore, in quanto permette di assicurare una tutela più ampia all'investitore ed all'emittente che intendano chiedere il risarcimento del danno loro cagionato dall'agenzia di *rating*, evitando pericolosi vuoti di tutela ed indesiderate (quantomeno nell'ottica di coloro che lamentano di aver patito un danno) lacune normative, che lascerebbero spazio ad ipotesi di irresponsabilità delle agenzie di *rating*. Si ricorda, infatti, che: i) il Regolamento CE n. 1060/2009 si applica solamente ai *rating* emessi dalle agenzie di *rating* del credito registrate nell'Unione e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento (art. 2, par. 1), sicché rimangono escluse dall'ambito di operatività della normativa comunitaria (e, perciò, anche dell'art. 35 *bis*) tutte quelle ipotesi in cui l'agenzia di *rating* non sia registrata e/o emetta *rating* non comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento; ii) ai sensi dell'art. 35 *bis*, par. 1, comma 1, ai fini della affermazione della responsabilità delle agenzie di *rating* rilevano soltanto le violazioni di cui all'allegato III che abbiano inciso sul *rating*, non quelle non ricomprese nel predetto allegato; iii) l'investitore e l'emittente che intendano domandare all'agenzia di *rating* il risarcimento del danno subito incontrano notevoli difficoltà di ordine probatorio. In tutte quelle ipotesi in cui l'investitore o l'emittente non possano domandare il risarcimento del danno nei confronti dell'agenzia di *rating* ai sensi dell'art. 35 *bis* del regolamento, gli stessi potranno dunque ricorrere alle tutele apprestate dal diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato.

Resta da stabilire, come accennato sopra, quale sia il rapporto tra il secondo periodo del par. 4 ed il par. 5. Il compito non si presenta agevole, ed in questa sede ci si

limiterà ad avanzare una proposta di interpretazione, sicuramente suscettibile di correzioni e miglioramenti.

Il secondo periodo del par. 4 parrebbe riferirsi a tutte quelle ipotesi di responsabilità civile (contrattuale ed extracontrattuale) delle agenzie di *rating* che restano escluse dall'ambito di applicazione del regolamento comunitario; ossia, come si diceva *supra*, l'ipotesi, ad es., di danno cagionato da un'agenzia di *rating* non registrata nell'Unione, oppure l'ipotesi di danno cagionato senza che sia stata commessa da parte dell'agenzia alcuna delle violazioni di cui all'allegato III. Il par. 5 ammette, invece, l'esperibilità, nei confronti delle agenzie di *rating*, di "ulteriori azioni risarcitorie", in conformità del diritto nazionale. Quali siano queste ulteriori azioni risarcitorie non appare semplice da stabilire. Si potrebbe, ad esempio, pensare alle azioni volte a sanzionare la violazione di norme poste a tutela della concorrenza (cfr. artt. 2598 ss. cod. civ.); ma in tal caso la norma di cui al par. 5 non sarebbe di particolare utilità, in quanto non verrebbe ad aggiungere nulla, essendo comunque possibile per ciascun ordinamento sanzionare eventuali ulteriori illeciti dei quali le agenzie dovessero rendersi responsabili. Seguendo tale linea interpretativa, parrebbe quindi trattarsi di una norma di chiusura, forse un po' ridondante e non strettamente necessaria, ma pur sempre utile ad eliminare eventuali dubbi (ove mai dovessero essercene) circa il fatto che l'art. 35 *bis* del regolamento non esaurisce le ipotesi in cui le agenzie di *rating* possono essere chiamate a rispondere della propria attività ed incorrere in sanzioni giuridiche. Tale interpretazione potrebbe essere avvalorata dal richiamo ed il confronto con il successivo par. 6, che a sua volta stabilisce che il diritto al risarcimento stabilito dall'art. 35 *bis* non impedisce all'AESFEM di esercitare pienamente i propri poteri *ex art. 36 bis*: una ulteriore, un

po' pleonastica, precisazione del fatto che l'art. 35 *bis* del regolamento non esaurisce le ipotesi in cui le agenzie di *rating* possono essere chiamate a rispondere del proprio operato.

Ma si potrebbe forse azzardare un'interpretazione più coraggiosa. L'ipotesi che ci si sente di avanzare è la seguente: il legislatore europeo, attraverso l'introduzione dell'art. 35 *bis*, ha inteso introdurre una tutela minima nei confronti delle agenzie di *rating*⁴⁴⁸, una sorta di minimo comun denominatore applicabile in tutti gli Stati membri⁴⁴⁹, al fine di interrompere il *trend* di irresponsabilità di cui questi soggetti hanno a lungo goduto a causa della inattività della maggior parte degli Stati membri nell'offrire soluzioni normative al problema della responsabilità civile delle agenzie di *rating*. Trattandosi, per l'appunto, di una disciplina minima, la stessa verrebbe ad operare in mancanza di una specifica normativa di diritto interno. Ove, però, tale normativa esista, la stessa

⁴⁴⁸ In tal senso cfr. CAVALIERI E., *op. cit.*, p. 935: «La disciplina descritta intende fornire un “livello minimo” di tutela: il regolamento chiarisce che non è esclusa la proponibilità di ulteriori azioni risarcitorie ammesse dal diritto nazionale, che trova applicazione anche per tutti i casi non disciplinati dal regolamento».

⁴⁴⁹ Parla di “armonizzazione parziale” DI VINCENZO M., *op. cit.*, p. 105, rispetto alla quale afferma: «Rimane da vedere se il legislatore comunitario con tale armonizzazione parziale non stia creando le premesse in sede comunitaria di arbitraggi normativi a fronte dei diversi regimi di responsabilità aquiliana esistenti o se le indicazioni fornite in tema di responsabilità (nonché in tema di ripartizioni delle competenze tra Stati in caso di conflitti di giurisdizione) possano costituire una salvaguardia adeguata. Probabilmente solo l'esperienza pratica potrà fornire una risposta a questo interrogativo».

sarà applicabile⁴⁵⁰; ed essa verrà in concreto applicata ogniqualvolta l'investitore o l'emittente, che intendono domandare il risarcimento del danno patito, rilevino che l'esperimento dell'azione risarcitoria di diritto interno presenti per gli stessi vantaggi maggiori (ad es., in materia di onere della prova) rispetto all'azione di cui all'art. 35 *bis* del regolamento comunitario. Ad es., l'investitore o l'emittente, ove legati all'agenzia di *rating* da un titolo negoziale, potrebbero reputare più conveniente agire con la comune azione di responsabilità contrattuale *ex art.* 1218 cod. civ. anziché con la nuova azione *ex art.* 35 *bis*, presentando la prima un onere probatorio molto più agevole rispetto alla seconda. Tale interpretazione parrebbe essere avvalorata dalla lettura del secondo periodo del considerando n. 35 del Regolamento UE n. 462/2013, il quale così recita: «[i]n particolare gli Stati membri dovrebbero poter *mantenere* i regimi nazionali di responsabilità civile *più favorevoli* agli investitori o agli emittenti o non basati su violazioni del regolamento (CE) n. 1060/2009» [corsivo di chi scrive]. Una parte della dottrina che si è pronunciata sul punto ha escluso che il verbo “mantenere” possa essere ricondotto ai modelli di

⁴⁵⁰ Sebbene il testo non si dilunghi sul punto e dedichi alla materia solo un breve inciso, mi sembra che la stessa interpretazione sia stata accolta in Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter, *Aggiornamento normativo: le agenzie di rating e il regolamento n. 462 del 2013*, luglio 2013, disponibile all'indirizzo <http://www.orrick.com/Events-and-Publications/Documents/Client-Alert-Luglio-2013-Aggiornamento-normativo-Le-agenzie-di-rating-e-il-regolamento-n-462-del-2013.pdf>, p. 5: «L'onere della prova è posto in capo al danneggiato e non sono consentite limitazioni o esclusioni della responsabilità delle Agenzie, *ferme in ogni caso le possibili maggiori tutele previste dagli ordinamenti nazionali*» [corsivo di chi scrive].

responsabilità tradizionale generica (quali quelli sopra richiamati)⁴⁵¹. Ad avviso di chi scrive un tale *discrimen* (tra responsabilità generica e responsabilità speciale) non si rinviene, né esplicitamente né implicitamente, nel testo della disposizione europea, sicché qualsiasi regime nazionale di responsabilità *più favorevole* rispetto a quello comunitario potrà trovare applicazione. L'introduzione di una disciplina speciale (cioè quella comunitaria) non verrebbe a perdere di significato, in quanto continuerebbe a costituire quel *minimum* di tutela che tutti gli Stati membri saranno d'ora in poi tenuti a riconoscere. Ove l'interpretazione qui proposta dovesse risultare corretta, l'azione risarcitoria *ex art. 1218 cod. civ.*, l'azione risarcitoria *ex art. 2043 cod. civ.* e l'azione risarcitoria *ex*

⁴⁵¹ Secondo GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, cit., p. 74, nt. 6 «[l]'uso del verbo "mantenere" postula che un regime più favorevole già esista e non sia riconducibile ai modelli di responsabilità tradizionale generica (*in primis* la responsabilità aquiliana di cui all'art. 2043 c.c.) posto che, diversamente, la stessa introduzione di una disciplina speciale perderebbe di significato. Tuttavia, atteso che l'Italia non ha ritenuto di introdurre in anticipo speciali regole sulla responsabilità delle agenzie, permane il dubbio che una disciplina più rigorosa e tutelante sia ora ammissibile. Se i governi avessero efficacemente e tempestivamente risposto alle sollecitazioni del mondo civile e professionale, l'Italia oggi sarebbe dotata di una disciplina assi più efficace e prevalente sull'inefficiente dettato della regolamentazione europea».

Anche se non fa espresso riferimento al Considerando n. 35, di contrario avviso è DI VINCENZO M., *op. cit.*, p. 104, secondo il quale «in Italia dovrebbe residuare la possibilità di agire in virtù di una responsabilità contrattuale» e «[p]otrebbe teoricamente sopravvivere anche la responsabilità extracontrattuale *ex art. 2043 c.c.* nella misura in cui residuino comportamenti illeciti da parte dell'agenzia, non sanzionati dal Regolamento CE (...) e suscettibili di ingenerare un danno all'emittente o all'investitore».

art. 2050 cod. civ. (quest'ultima ove ritenuta ammissibile; si veda in proposito la sezione V) manterrebbero la loro piena operatività, e potrebbero costituire per l'investitore e l'emittente una valida e più agevole alternativa all'azione di cui all'art. 35 *bis*.

2.5. (segue) L'art. 35 *bis*, paragrafo 6. Considerazioni conclusive

Il paragrafo 6 recita:

« 6. Il diritto al risarcimento stabilito dal presente articolo non impedisce all'AESFEM di esercitare pienamente i propri poteri ex articolo 36 bis ».

L'applicazione delle sanzioni della responsabilità civile non preclude l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie.

I presupposti per l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie differiscono leggermente da quelli per l'applicazione delle sanzioni della responsabilità civile. Presupposto comune è la sussistenza di una delle violazioni di cui all'allegato III, ma mentre nel caso della responsabilità civile è richiesto che l'agenzia di *rating* abbia commesso la violazione intenzionalmente o per colpa grave, nel caso invece delle sanzioni amministrative pecuniarie è sufficiente che la violazione sia stata commessa intenzionalmente o *per negligenza* (scompare dunque il richiamo alla colpa grave).

Può, infine, notarsi come l'art. 35 *bis* nulla dica in merito alla durata ed alla decorrenza del termine di prescrizione, né in merito ai criteri da adottare per la liquidazione del danno. Con la conseguenza che occorrerà,

ancora una volta, fare ricorso alle disposizioni dettate in materia dal singolo diritto nazionale applicabile al caso concreto, che inevitabilmente condurranno a differenze (anche significative) di trattamento (si pensi, ad esempio, ai c.d. danni punitivi, non riconosciuti in tutti gli ordinamenti; così come alle conseguenze di un termine di prescrizione del danno più o meno lungo; o, ancora, all'individuazione del momento a partire dal quale far decorrere il predetto termine prescrizionale; etc.).

Appare difficile formulare un giudizio complessivo sulla nuova disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating* introdotta dal legislatore europeo. Accanto a disposizioni il cui contenuto appare condivisibile, ve ne sono altre che lasciano quanto meno dubbiosi e perplessi.

Le prime impressioni della dottrina non sono particolarmente favorevoli⁴⁵². Uno degli aspetti più

⁴⁵² Oltre alla dottrina già citata nel corso dell'analisi del nuovo art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009, cfr. altresì TROISI A. e ROMANO A., *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2013, 2, disponibile all'indirizzo http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2013_02_RTDE.pdf, p. 124, i quali affermano che «l'introduzione di siffatto forma di responsabilità in capo alle agenzie di *rating* (oltre a quella di natura contrattuale derivante dal rapporto con l'emittente) non sembra risolvere le problematiche afferenti la *qualità* dei giudizi emessi, né tantomeno appare idoneo ad offrire una efficace tutela agli investitori danneggiati dalla diffusione di giudizi distorti».

Contraria alla nuova norma in materia di responsabilità civile (che giudica “discriminatoria”) è PIERDICCHI M., *I rischi della regolamentazione dei rating*, cit., secondo la quale «l'istituzione di tale norma per le agenzie di *rating* registrate in Europa, le incoraggerebbe a evitare di assegnare *rating* a emittenti relativamente rischiosi (ad esempio, società più piccole) e le renderebbe una “polizza di assicurazione” per gli investitori,

controversi è dato dalla necessità di contemperare la riduzione del valore e dell'eccessivo affidamento (*over-reliance*) sul *rating*, nell'ottica di una maggiore responsabilizzazione dei suoi utenti, con l'introduzione di un regime di responsabilità delle agenzie di *rating*. Parte della dottrina critica quello che giudica un atteggiamento ondivago del legislatore europeo, che da un lato mira a ridurre la dipendenza e l'affidamento sui *rating* e dall'altro introduce una disciplina *ad hoc* della responsabilità civile delle agenzie di *rating*, mentre altra dottrina vi ravvisa un disegno complessivamente unitario e giudica la scelta del legislatore europeo, nel complesso, equilibrata⁴⁵³.

incentivati a fare un affidamento eccessivo sugli stessi *rating*. Questo sarebbe in aperta contrapposizione con l'obiettivo, dichiarato dalla Commissione, di incoraggiare gli investitori a condurre una propria analisi e a far minor affidamento sul *rating*».

⁴⁵³ In tal senso PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, cit., p. 275, che scrive quando l'introduzione del nuovo art. 35 *bis* è ancora a livello di proposta: «Il punto è decisivo: più si facilita la prova del nesso di causalità, più si rende effettiva la responsabilità civile delle agenzie; ma più si rafforza anche l'affidamento degli utenti nel *rating*. Il *trade-off* è chiaro in quanto la lotta contro la *over-reliance* è tanto più difficile quanto più si agevola lo spostamento sulle agenzie delle conseguenze negative di scelte di investimento sbagliate. La riduzione di valore del *rating* deve, allora, necessariamente accompagnarsi a una maggiore responsabilizzazione dei suoi utenti. In quest'ottica appare, quindi, condivisibile la scelta prudente del Consiglio (e del Comitato giuridico) che, lungi dal rappresentare un "regalo" per le agenzie, si mostra come un tassello coerente di un disegno finalizzato a ridurre la *over-reliance*».

SEZIONE V

UN'IPOTESI RICOSTRUTTIVA: LA RESPONSABILITÀ PER ATTIVITÀ PERICOLOSE

SOMMARIO: 1. Qualche premessa metodologica – 2. L'attività di *gatekeeping* delle agenzie di *rating* e la responsabilità per attività pericolose: cenni introduttivi sull'art. 2050 cod. civ. – 2.1. La natura giuridica della responsabilità per l'esercizio di attività pericolose – 2.2. La nozione di "attività pericolosa" – 3. L'attività di classamento del merito creditizio e la responsabilità per attività pericolose – 3.1. L'interesse protetto dall'art. 2050 cod. civ. – 3.2. L'attività pericolosa – 3.2.1. La responsabilità per trattamento di dati: il *trait-d'union* tra attività pericolosa "materiale" e attività pericolosa "intellettiva"? – 3.2.2. Le nuove attività pericolose individuate dalla dottrina – 3.2.3. Una ricostruzione sistematica: l'interpretazione estensiva-evolutiva dell'art. 2050 cod. civ. – 3.3. Le agenzie di *rating* e la responsabilità per attività pericolose. Considerazioni conclusive

1. Qualche premessa metodologica

Dopo aver ragionato intorno alla possibilità di applicare la disciplina generale della responsabilità aquiliana (art. 2043 cod. civ.) alla materia della responsabilità civile delle agenzie di *rating* e dopo aver analizzato la nuova disciplina europea dettata in materia di responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito (art. 35 *bis* Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013), nella parte conclusiva della trattazione verrà verificata un'interpretazione alternativa

che si ritiene possa rappresentare uno strumento di tutela di più semplice attuazione per l'investitore-danneggiato, senza però obliterare (errore da evitare nel modo più assoluto) le necessità delle agenzie di *rating* del credito, le quali non debbono essere ingiustamente penalizzate per errori alle stesse non imputabili, pena la non auspicabile uscita dal mercato delle stesse, la cui attività – va riconosciuto –, ove correttamente svolta, è in grado di apportare benefici significativi sia ai singoli sia al sistema economico-finanziario nel suo complesso.

Si ricorda, difatti, che i mercati finanziari, e gli scambi che ivi si svolgono, hanno connaturato in sé un elemento di aleatorietà, elemento che li caratterizza ed è intrinseco alla loro stessa natura⁴⁵⁴. Di conseguenza, l'investitore non può ragionevolmente pretendere di eliminare l'alea insita nella propria scelta di investimento attraverso l'affidamento riposto sui giudizi di *rating*, i quali – si ricorda – non hanno una funzione assicurativa; il trasferimento dell'alea economica dell'investimento da un soggetto (l'investitore) ad un altro soggetto (l'agenzia di *rating*), che rappresenta la causa tipica del contratto di assicurazione, non trova spazio in questa sede. Di qui la necessità di contemperare la tutela dei terzi danneggiati (investitori ed emittenti) con la tutela delle società di *rating*, le quali debbono essere salvaguardate da pretese infondate perché non rispondenti alla natura ed allo scopo della loro attività.

Nell'ipotesi di danno cagionato all'investitore od all'emittente non legati all'agenzia di *rating* autrice della

⁴⁵⁴ Cfr. PISANI MASSAMORMILE A., *op. cit.*, p. 763: «L'elemento *rischio* è connaturale al mercato finanziario, essenziale ed ineliminabile. Per dirla in breve, se non ci fosse il rischio, non vi sarebbero i profitti attesi da coloro che in quel mercato investono».

valutazione errata da un vincolo di natura negoziale, in passato la dottrina e la giurisprudenza italiane, in assenza di una normativa apposita che espressamente prevedesse una responsabilità specifica a carico delle agenzie per i danni cagionati ai terzi (investitori ed emittenti), hanno percorso l'unica via che appariva possibile, ossia l'applicazione della regola generale di responsabilità di cui all'art. 2043 cod. civ.. Tale via è però apparsa grandemente insidiosa per le vittime dei danni: sono, infatti, emersi i gravi limiti operativi dell'art. 2043 cod. civ., consistenti soprattutto negli importanti ostacoli di ordine probatorio che il danneggiato incontra. Lo schema generale di responsabilità delineato dall'art. 2043 cod. civ. non appare, pertanto, pienamente soddisfacente in riferimento all'ipotesi in esame.

Nemmeno il recente intervento del legislatore europeo in materia appare risolutivo. Come è emerso dall'esame svolto *supra*⁴⁵⁵, vari e non trascurabili sono i profili problematici connessi alla nuova normativa europea. L'art. 35 *bis* del Regolamento comunitario, si ricorda, trova applicazione solo in una serie limitata di ipotesi; lo stesso, inoltre, grava la vittima del danno di oneri probatori non poco impegnativi. Tale normativa, tuttavia, non preclude l'applicazione del diritto nazionale, entro i limiti che si è cercato di delineare nel corso della sua analisi (cfr. *supra* sezione IV, § 2.4.). Sicché il continuare ad interrogarsi su quali strumenti il nostro ordinamento offra per tutelare coloro che assumono di aver patito un pregiudizio in conseguenza della diffusione di *rating* inesatti è questione tutt'altro che superata.

I problemi lasciati aperti tanto dalla disciplina generale di diritto interno quanto dalla disciplina speciale

⁴⁵⁵ *Supra*, sezione IV.

di diritto europeo, insieme alla persistente operatività della normativa nazionale pur a fronte del recente intervento legislativo europeo, sono la spinta che in questa sede conducono a ragionare intorno al problema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* per i danni cagionati a terzi (investitori e/o emittenti) ai quali non siano legate da alcun vincolo di natura negoziale alla luce della normativa di diritto interno già esistente. La proposta che ci si accinge ad illustrare non indugia nell'indagare quali strade il legislatore potrebbe astrattamente percorrere per dare una migliore soluzione al problema in un'ottica *de iure condendo*: ché, da un lato, tale strada è già stata percorsa da numerosa letteratura, e molte e diverse sono le idee sul piatto, la bontà delle quali merita di essere vagliata dal legislatore⁴⁵⁶; dall'altro lato, lo sforzo di immaginare

⁴⁵⁶ Nell'ottica del diritto interno, vi è chi ha elaborato una vera e propria proposta di legge. Mi riferisco ad GIRINO E., *Quella leggina che nessuno vuole scrivere per frenare i signori del rating*, in *Milano Finanza* del 16 luglio 2011, p. 8, il quale ha elaborato la seguente proposta di legge:

« Art. 1 – Nell'art. 69/decies del regolamento Consob 11971/99 le parole “escluse le agenzie di rating” sono soppresse. A tale articolo è aggiunto il seguente 2° comma: “Le disposizioni di cui al comma 1 si applicano anche alle valutazioni emesse su enti sovrani o sulla qualità del loro debito”.

Art. 2 – Ciascun soggetto su cui sia stata emessa una valutazione e ciascun investitore hanno azione diretta nei confronti delle agenzie di rating, per le valutazioni espresse o comunque rese note al mercato italiano, anche in assenza di un rapporto contrattuale. Nei relativi giudizi è onere dell'agenzia dimostrare l'insussistenza degli elementi previsti dall'art. 2043 cod. civ.

Art. 3 – Nel d. lgs. 58/1998 è inserito il seguente articolo: “Art. 187/octies – Nel caso in cui il responsabile sia una società di rating o un suo dipendente o collaboratore, anche esterno, la multa

una soluzione legislativa al problema che si pone potrebbe rivelarsi vano, ove il legislatore preferisse non intervenire ulteriormente in materia o, intervenendo, non tenesse in considerazione le possibili soluzioni proposte; infine, non si riuscirebbe ad offrire un'alternativa immediatamente percorribile, in quanto si dovrebbe pur sempre confidare nella buona volontà del legislatore e nella tempestività del suo intervento.

In questa sede il proponimento di chi scrive è, quindi, quello di ricercare soluzioni alternative immediatamente applicabili, in quanto fondate su norme già esistenti. Proponimento certamente più pragmatico che creativo, ma pur sempre consono alla figura del giurista.

prevista dall'art. 185 1° comma e le sanzioni previste dall'art. 187/ter 1° comma sono sestuplicate” ».

Altre soluzioni proposte in dottrina sono quelle della responsabilità extracontrattuale aggravata da colpa presunta (ALPA, intervento al Seminario “*La responsabilità civile delle agenzie di rating*”, tenutosi il 30 gennaio 2013, presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma) e quella della responsabilità da contatto sociale (cfr. *supra*, sezione II, § 3.2), quella dell'introduzione di un sistema di responsabilità parziaria (MONTALENTI P., *op. cit.*, p. 517 ss.). Recentemente, TROISI A. e ROMANO A., *op. cit.*, pp. 126 ss. hanno avanzato la proposta di un regime di responsabilità oggettiva delle agenzie di *rating* attenuata da due temperamenti: «[c]i si riferisce, in primo luogo, alla possibilità di restringerne la relativa portata ad un arco temporale di breve periodo e, in secondo luogo, all'identificazione di un limite massimo all'ammontare del risarcimento che le agenzie stesse sono tenute a corrispondere agli investitori danneggiati dalle valutazioni relative al merito creditizio del soggetto (ovvero dello specifico titolo finanziario) sottoposto ad analisi. In altri termini, in base alla formulazione qui proposta, le agenzie saranno gravate da una responsabilità oggettiva solo nel breve termine e per un ammontare prestabilito» (pp. 129-130).

Nel prosieguo della trattazione ci si concentrerà, dunque, nel ricercare, all'interno del nostro ordinamento giuridico, quegli indici normativi che consentano di dare una pronta e (si spera) migliore soluzione al problema.

2. L'attività di *gatekeeping* delle agenzie di *rating* e la responsabilità per attività pericolose: cenni introduttivi sull'art. 2050 cod. civ.

Prima di addentrarsi nel vivo del discorso, non sembra inopportuno premettere qualche cenno sulla portata e sulla operatività della norma di cui all'art. 2050 cod. civ., che, si crede, permetterà una migliore comprensione di quanto verrà affermato più avanti.

L'art. 2050 cod. civ. (rubricato "Responsabilità per l'esercizio di attività pericolose") recita testualmente: «Chiunque cagiona danno ad altri nello svolgimento di un'attività pericolosa, per sua natura o per la natura dei mezzi adoperati, è tenuto al risarcimento, se non prova di avere adottato tutte le misure idonee a evitare il danno».

Tale norma rappresenta una novità rispetto alla disciplina contenuta nel codice previgente; nessuna disposizione analoga esisteva infatti nel codice del 1865⁴⁵⁷,

⁴⁵⁷ Cfr. Libro III, Titolo IV, Capo I, Sezione III, artt. da 1151 a 1156 del codice civile del 1865.

Afferma l'innovatività della norma in esame Cass. civ., 1° agosto 1947, n. 1374, in *Rep. Foro it.* 1947, v. *Responsabilità civile*, n. 95, in *Giur. it.* 1947, 374.

DI MARTINO V., *La responsabilità civile nelle attività pericolose e nucleari*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 32 definisce l'introduzione dell'art. 2050 cod. civ. come «fatto assolutamente nuovo ed, in un certo senso, imprevisto». Ridimensiona la portata innovativa dell'art. 2050 cod. civ. COMPORTI M., *Fatti illeciti: le*

sicché, esclusa l'applicazione della norma di cui all'art. 1153⁴⁵⁸, trovava applicazione in tali ipotesi la regola generale di cui all'art. 1151 cod. civ.⁴⁵⁹.

responsabilità oggettive, fa parte di *Il Codice Civile. Commentario*, fondato e già diretto da P. Schlesinger, continuato da F.D. Busnelli, Giuffrè, Milano, 2009, pp. 163 ss., che afferma che «l'art. 2050 non ha colmato alcuna lacuna, perché il codice del 1865 conteneva una regolamentazione che ben poteva servire a disciplinare la materia su cui poi è statuito l'art. 2050 c.c. 1942» (p. 164): in particolare, nell'ambito del sistema in vigore sotto il codice del 1865 «la responsabilità per esercizio di attività pericolose non poteva costituire una lacuna, ma poteva notarsi una certa disparità di trattamento. Infatti, qualora il danno si fosse verificato a seguito dell'azione dell'uomo mediante cosa pericolosa (ad esempio, nella lavorazione di esplosivi), si doveva applicare la regola generale dell'art. 1151, con necessità di prova della colpa del convenuto; qualora invece il danno si fosse verificato direttamente da un oggetto o materiale pericoloso, indipendentemente dall'azione dell'uomo (ad esempio, incendio di un deposito contenente benzina), doveva trovare attuazione la disciplina della responsabilità per danni da cose in custodia di cui all'art. 1153, 1° comma, con la prova liberatoria solo del caso fortuito» (pp. 166-167). In definitiva, «per quanto concerne il danno da responsabilità diretta per fatto dell'uomo derivante da esercizio effettivo di attività pericolose, si è sostituita alla regola generale dell'art. 2043 (corrispondente all'art. 1151 c.c. 1865) la norma di cui all'art. 2050, introducendo una fattispecie di responsabilità presunta e facilitando, così, l'azione dell'attore danneggiato» (p. 171).

⁴⁵⁸ Con riferimento all'art. 1153 (che sanciva la responsabilità per il danno arrecato dalle persone delle quali si deve rispondere o con cosa in custodia) «[d]ottrina e giurisprudenza erano (...) concordi nella soluzione del quesito circa la riconducibilità all'art. 1153 della responsabilità dell'esercente nel caso di attività caratterizzata dalla pericolosità dei mezzi adoperati»: risposta che era negativa (*Commentario al codice civile*, a cura di P. Cendon, *sub* art. 2050 cod. civ., Giuffrè, Milano, 2008, p. 804).

A fronte della rapida evoluzione tecnologica ed industriale che sempre più andava caratterizzando la società, il codificatore del 1942 ha colto la necessità di predisporre una disciplina *ad hoc*, che da un lato non impedisse l'esercizio di attività pericolose, che dovevano essere considerate lecite perché socialmente utili, ma che dall'altro assicurasse agli eventuali danneggiati una più agevole possibilità di ristoro dei danni patiti⁴⁶⁰. La novella del legislatore del 1942 ha così sottratto alla norma generale di cui all'art. 2043 cod. civ. la responsabilità per i danni prodotti nell'esercizio di attività pericolose⁴⁶¹, dettando una disciplina speciale che si ispira ad un'ottica di maggiore protezione dei terzi danneggiati, parallelamente aggravando la responsabilità dell'esercente attività pericolose⁴⁶².

⁴⁵⁹ L'art. 1151 cod. civ. 1985 recitava: «Qualunque fatto dell'uomo che arreca danno ad altri, obbliga quello per colpa del quale è avvenuto, a risarcire il danno».

⁴⁶⁰ Cfr. MONATERI P.G., *La responsabilità civile*, Utet, Torino, 2006, p. 422: «La norma riguarda, dunque, attività che sono destinate a generare danni con un grado di probabilità particolarmente alto, ma che non possono che venire considerate lecite, in virtù della loro utilità sociale».

⁴⁶¹ MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 422. In particolare, «[a]ttraverso l'introduzione della previsione della norma in esame il legislatore ha inteso estendere a tutte le attività pericolose la "presunzione di colpa" già introdotta dall'art. 120, r.d. 8.12.1933, n. 1740 a carico dei conducenti di veicoli a motore, poi trasfusa nell'art. 2054 c.c.» (ROSSETTI M., in *Dei fatti illeciti*, a cura di U. Carnevali, fa parte di *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *sub* art. 2050 cod. civ., Utet, Torino, 2011, p. 198).

⁴⁶² «Nell'esercizio di un'attività pericolosa la prevedibilità del danno è *in re ipsa* e il soggetto deve agire tenendo conto del pericolo per i terzi. Gli obblighi inerenti alla normale diligenza sarebbero in tal caso insufficienti perché, dove la pericolosità è

L'art. 2050 cod. civ. non trova applicazione con riferimento a talune attività pericolose rispetto alle quali il legislatore ha dettato una disciplina speciale della responsabilità civile, che prevale su quella più generale dettata dal codice⁴⁶³ ⁴⁶⁴; si tratta, cioè, di fattispecie che,

insita nell'azione, vi è il dovere di operare tenendo conto del pericolo. Il soggetto dunque deve adottare, anche a prezzo di sacrifici, tutte le misure atte ad evitare il danno» (*Relazione del Ministro Guardasigilli alla Maestà del Re Imperatore sul libro del codice civile "delle obbligazioni"*, Roma, 241-215, § 265).

⁴⁶³ Cfr. MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 438: «la legislazione ha sottratto all'ambito dell'art. 2050 proprio le attività maggiormente pericolose».

⁴⁶⁴ Si vedano, a tal proposito, l'art. 2054 cod. civ., che disciplina la responsabilità derivante dalla circolazione di veicoli senza la guida di rotaie; l'art. 2236 cod. civ., che disciplina la responsabilità del professionista, ivi incluso il professionista che svolge un'attività pericolosa (cfr. Cass. civ., sez. II, 10 luglio 1979, n. 3978, in *www.italgiure.giustizia.it*: «L'art. 2050 cod. civ. concerne genericamente le attività pericolose e non si applica a quelle per le quali il legislatore ha specificamente provveduto, sicché l'attività che formi oggetto della prestazione dovuta dal professionista (nella specie: medico chirurgo) al proprio cliente ricade esclusivamente nell'ambito dell'art 2236 cod. civ., cui è estranea ogni presunzione di colpa»; conforme Cass. civ., sez. III, 29 settembre 1968, n. 3011, in *www.italgiure.giustizia.it*); il codice della navigazione (r.d. 30 marzo 1942, n. 327), che disciplina la navigazione marittima, interna e (soprattutto, per quanto qui interessa) aerea (si veda, in particolare, l'art. 965 sulla responsabilità dell'esercente di aviolinee; in giurisprudenza, Cass. civ., sez. lav., 20 giugno 1990, n. 6175, in *Giust. civ. Mass.* 1990, fasc. 6); il d.p.r. 11 luglio 1980, n. 753 (Nuove norme in materia di polizia, sicurezza e regolarità dell'esercizio delle ferrovie e di altri servizi di trasporto) – e, prima, il r.d. 31 ottobre 1873, n. 1687 – , che disciplina le comunicazioni ferroviarie; la l. 31 dicembre 1962, n. 1860 (Impiego pacifico dell'energia nucleare), la l. 12 febbraio 1974, n. 109 (Ratifica ed esecuzione delle convenzioni sulla responsabilità

pur essendo connotate da un elevato grado di pericolosità, non seguono la disciplina dettata dall'art. 2050 cod. civ., essendo stata per le medesime dettata una normativa specifica. Ove una particolare attività pericolosa sia già compiutamente regolata dalla legge, la disciplina particolare deve prevalere sulla norma generale; la speciale disciplina normativa di talune attività si pone, dunque, come limite all'operatività dell'art. 2050 cod. civ.. Con riferimento alla responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito, ci si limita in questa sede ad osservare che, ove in seguito si dovesse riuscire a persuadere il lettore della bontà della proposta qui avanzata (ossia la riconducibilità dell'attività di classamento del merito creditizio nel novero

civile nel campo dell'energia nucleare, firmate a Parigi il 29 luglio 1960 e a Bruxelles il 31 gennaio 1963 e dei protocolli addizionali alle dette convenzioni, firmati a Parigi il 28 gennaio 1964), il d.p.r. 10 maggio 1975, n. 519 (Norme per l'applicazione degli atti internazionali in materia di responsabilità civile nel campo dell'energia nucleare ratificati e resi esecutivi con la legge 12 febbraio 1974, n. 109 e per il coordinamento dei predetti atti internazionali con le disposizioni di legge in vigore) ed il d.m. 20 marzo 1979 (Esclusione di alcune categorie di materie nucleari dal campo di applicazione delle convenzioni di Parigi e Bruxelles sulla responsabilità civile nucleare), sulla responsabilità per l'impiego pacifico dell'energia nucleare (prima dell'introduzione di una normativa specifica la materia era regolata dall'art. 2050 cod. civ., con grave disappunto della dottrina: FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, fa parte di *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1993, p. 505, nt. 2); la responsabilità del produttore; il r.d. 29 luglio 1927, n. 1443 (Norme di carattere legislativo per disciplinare la ricerca e la coltivazione delle miniere nel Regno), che disciplina la responsabilità per i danni derivanti da coltivazione di cave, miniere e torbiere (anche se in taluni casi la giurisprudenza ha ritenuto applicabile l'art. 2050 cod. civ: cfr. M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., pp. 503-504).

delle attività pericolose di cui all'art. 2050 cod. civ.), tale limite non dovrebbe, a parere di chi scrive, trovare applicazione rispetto alle agenzie di *rating* del credito, in quanto il par. 5 dell'art. 35 *bis* del Regolamento CE n. 1060/2009 ss.mm. afferma espressamente che non sono escluse ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale.

Venendo ad esaminare l'ipotesi di responsabilità di cui all'art. 2050 cod. civ., si nota anzitutto che la stessa si applica a prescindere dal fatto che i) la situazione di pericolo sia occulta oppure avvertibile da parte del danneggiato⁴⁶⁵; ii) l'evento dannoso derivi da un comportamento positivo (azione) oppure dall'omissione della condotta dovuta da parte del danneggiante (ad es. omissione di cautele che in concreto sarebbe stato necessario adottare in relazione alla natura dell'attività esercitata alla stregua delle norme di comune diligenza e prudenza)⁴⁶⁶; iii) l'evento dannoso colpisca un soggetto che prende parte all'attività pericolosa (ad es. un lavoratore subordinato)⁴⁶⁷ oppure un terzo estraneo all'attività⁴⁶⁸.

⁴⁶⁵ Cass. civ., sez. III, 29 maggio 1989, n. 2584, in *Giust. civ. Mass.* 1989, fasc. 5, in *Giur. it.* 1990, I, 1, 234, in *Rass. giur. Enel* 1990, 145.

⁴⁶⁶ Cass. civ., sez. III, 7 maggio 2007, n. 10300, in *Giust. civ. Mass.* 2007, 5; Cass. civ., sez. III, 10 febbraio 2003, n. 1954, in *Giust. civ. Mass.* 2003, 298, in *Dir. & Formazione* 2003, 534, in *D&G - Dir. e giust.* 2003, 12, 98; Cass. civ., sez. II, 12 dicembre 1988, n. 6739, in *Giust. civ. Mass.* 1988, fasc. 12.

⁴⁶⁷ Cass. civ., sez. I, 10 dicembre 1970, n. 2628, in *Resp. civ. e prev.* 1971, 556, in *Riv. infort. malatt. prof.* 1971, 2, 200.

⁴⁶⁸ Cass. civ., sez. III, 11 giugno 1999, n. 5744, in *Giur. it.* 2000, 1399 (nota di PATARNELLO).

Tale responsabilità incombe esclusivamente sul soggetto che esercita l'attività pericolosa (personalmente o a mezzo di subordinati)⁴⁶⁹ e non anche su colui che tale attività abbia affidato ad altri in base ad un rapporto che non determina un vincolo di subordinazione fra committente ed esecutore⁴⁷⁰; inoltre «la responsabilità in

⁴⁶⁹ Cass. civ., sez. III, 13 gennaio 1981, n. 294, in *Riv. giur. circol. trasp.* 1982, 812, in *Giust. civ. Mass.* 1981, fasc. 1, in *Foro it.* 1981, I, 1325.

In particolare, va precisato che «il padrone risponde dei danni cagionati dai propri dipendenti non già in via indiretta in base all'art. 2049, ma direttamente, siccome l'opera dei preposti è assorbita nel concetto di esercizio-svolgimento dell'attività pericolosa. In questo caso si verifica una curiosa situazione: l'art. 2049 non viene utilizzato quale criterio di imputazione della responsabilità, bensì quale strumento per risalire eziologicamente al soggetto che deve essere considerato esercente l'attività pericolosa. Del fatto del dipendente risponde il padrone non in forza dell'art. 2049, ma poiché, in base a quella stessa norma, si desume che egli va considerato esercente l'attività. Se così non fosse si arriverebbe all'assurdo di imputare al datore di lavoro il fatto illecito del proprio dipendente qualificato come esercente l'attività pericolosa, e di consentirgli successivamente di agire in regresso nei suoi confronti. Invece il preposto, ancorché occasionale, altro non è se non la *longa manus* del datore di lavoro, il quale solo esercita l'attività pericolosa» (FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., p. 486). Secondo COMPORTI M., *op. cit.*, p. 177, l'esercente attività pericolosa risponde *ex art.* 2049 per il fatto illecito dei propri dipendenti; secondo MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 447, invece, le norme di cui agli artt. 2049 e 2050 cod. civ. concorrono (« l'esercente risponde dell'attività materialmente svolta dai suoi dipendenti subordinati; nel qual caso troveranno contemporanea applicazione gli artt. 2050 e 2049 »).

⁴⁷⁰ Cass. civ., sez. III, 28 marzo 1966, n. 835, in *Giust. civ.* 1966, 1, 1986, in *Foro it.* 1966, 1, 1280, in *Resp. civ. e prev.* 1966, 167, in *Giur. it.* 1967, 1, 1, 85; Cass. civ., sez. III, 18 marzo 1965, n. 455, in *Resp. civ. e prev.* 1965, 449; Cass. civ., sez. II, 7 luglio 1964, n.

esame non è posta a carico solo di chi pone in essere di fatto l'attività, ma anche di chi organizza, dirige ed appresta i mezzi per l'altrui attività pericolosa»⁴⁷¹.

Legittimato passivo è l'*esercente l'attività pericolosa*, da intendersi come colui che ha il potere di organizzazione, controllo e direzione dell'attività medesima. Alla questione se la fattispecie di responsabilità in esame sia applicabile esclusivamente alle attività imprenditoriali oppure anche a singoli atti pericolosi, non riconducibili alla nozione di attività di impresa e compiuti sporadicamente ed occasionalmente da chi non riveste la qualifica di imprenditore, la dottrina e la giurisprudenza prevalenti⁴⁷² hanno risposto nel senso da ultimo indicato, con la conseguenza che legittimato passivo dell'azione di risarcimento dei danni potrà davvero essere quel *chiunque* indicato nel testo dell'art. 2050 cod. civ.⁴⁷³ e non soltanto chi rivesta la qualifica di imprenditore. In effetti, la norma nulla specifica, sicché anche un atto (o, secondo alcuni

1777, in *Foro it.* 1964, 1, 1359, in *Resp. civ. e prev.* 1965, 33, in *Giust. civ.* 1965, 1, 557, in *Giur. it.* 1966, 1, 1, 176.

⁴⁷¹ FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., pp. 486-487.

⁴⁷² Cfr. COMPORTI M., *op. cit.*, pp. 172 ss., il quale afferma anzi che tanto nel caso di attività esercitate nell'ambito dell'organizzazione imprenditoriale quanto nel caso di attività esercitata da un soggetto qualsiasi, *una tantum*, «il pericolo è identico; ed anzi è maggiore quello derivante da atto rischioso isolato, compiuto magari da un inesperto, che non quello derivante da impresa, che si serva di adeguata attrezzatura tecnica e di personale specializzato nel lavoro» (p. 174).

⁴⁷³ Il dibattito è ricostruito, tra gli altri, da FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., pp. 510 ss., che aderisce alla tesi sostenuta dalla dottrina maggioritaria.

Autori, un'attività)⁴⁷⁴ occasionale, compiuto da un soggetto non qualificabile come imprenditore, può dar luogo alla responsabilità da attività pericolose; nessun indice normativo avvalora un'interpretazione restrittiva della disposizione in esame. La responsabilità *de qua*, oltre a non essere limitata al solo esercizio dell'attività di impresa, non subisce limitazioni nemmeno dal fatto che sia esercitata a fini di lucro o di utilità personale⁴⁷⁵, sicché anche i danni provocati dallo svolgimento di attività pericolose esercitate per fini filantropici nonché i danni conseguenti alle attività svolte dalla pubblica amministrazione saranno soggetti alla disciplina in esame⁴⁷⁶.

⁴⁷⁴ Cfr. MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 431: «Mi sembra (...) che si debba distinguere tra attività *una tantum* e atti isolati. Non necessariamente la norma dell'art. 2050 si riferisce ad attività d'impresa, e non necessariamente si riferisce ad attività che l'esercente debba condurre continuativamente. Ma necessariamente si riferisce ad una attività cioè ad una serie di atti». La distinzione proposta da Monateri non convince COMPORITI M., *op. cit.*, p. 173, nt. 43.

⁴⁷⁵ MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 431.

⁴⁷⁶ Nel senso che la responsabilità *ex art.* 2050 cod. civ. sussiste anche se l'esercente l'attività pericolosa sia una pubblica amministrazione cfr. Cass. civ., sez. III, 29 maggio 1989, n. 2584, in *Giust. civ. Mass.* 1989, fasc. 5, in *Giur. it.* 1990, I, 1, 234, in *Rass. giur. Enel* 1990, 145; Cass. civ., sez. III, 27 febbraio 1984, n. 1393, in *Giur. it.* 1985, I, 1, 31, *ivi* 1986, I, 1, 324 (nota di ANNUNZIATA), in *Rass. giur. Enel* 1984, 663, in *Foro it.* 1985, I, 1497 (nota di COMPORITI), in *Resp. civ. e prev.* 1984, 517, in *Giust. civ.* 1984, 9, 1, 2529 (nota di VENTRELLA); Cass. civ., sez. III, 27 gennaio 1982, n. 537, in *Foro it.* 1982, 3, 1, 674, in *Resp. civ. e prev.* 1982, 3, 370 (nota di MONATERI).

Sul travagliato percorso che ha portato ad affermare l'applicabilità della norma in esame anche alle attività esercitate dalla p.a. si

La nozione di *vittima del danno* (ossia il legittimato attivo) è ampia, e ricomprende chiunque abbia subito un danno collegabile all'esercizio di un'attività pericolosa e non sia il diretto responsabile di tale attività⁴⁷⁷; legittimato attivo sarà, pertanto, qualunque danneggiato diverso dall'esercente, anche colui che, pur non essendo terzo rispetto all'attività pericolosa e pur partecipando alla stessa, non possa però essere qualificato "esercente" della medesima, non avendo poteri di direzione e controllo⁴⁷⁸.

Ai fini dell'operatività della norma di cui all'art. 2050 cod. civ. occorre che sussista un nesso eziologico che colleghi il verificarsi dell'evento dannoso allo svolgimento dell'attività pericolosa. La prova di tale nesso deve essere fornita dal danneggiato che agisce per il risarcimento dei danni; tale prova si pone quale presupposto fondamentale ai fini della configurabilità della fattispecie in esame⁴⁷⁹. In

rinvia a COMPORTI M., *op. cit.*, pp. 254 ss.; FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., pp. 488 ss..

⁴⁷⁷ M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., p. 484, che precisa: «Pertanto gode di legittimazione anche chi partecipa alla stessa attività in veste di prestatore d'opera o di collaboratore ad altro titolo». Cfr. altresì MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 445: «[l]art. 2050 è posto a protezione di chi sia *estraneo alla attività* in quanto vuol far internalizzare agli *esercenti* l'attività stessa i costi del maggior rischio creato: esso non offre quindi protezione a costoro, ma solo agli estranei».

⁴⁷⁸ Cfr. MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 446.

⁴⁷⁹ Cfr. Cass. civ., sez. III, 2 aprile 2001, n. 4792, in *Giust. civ. Mass.* 2001, 667: «In tema di responsabilità per esercizio di attività pericolosa (nella specie: di produzione e distribuzione di gas in bombole), la presunzione di colpa a carico del danneggiante, posta dall'art. 2050 c.c., presuppone il previo accertamento dell'esistenza del nesso eziologico – la prova del quale incombe al danneggiato – tra l'esercizio dell'attività e l'evento dannoso, non potendo il soggetto agente essere investito da una presunzione di

particolare, l'evento dannoso deve essere eziologicamente collegato alla peculiare natura (pericolosa) dell'attività svolta, con l'esclusione di quei danni che non siano in rapporto diretto ed immediato col carattere rischioso tipico dell'attività⁴⁸⁰; ciò appare logico, in quanto la previsione di una disciplina più favorevole per la vittima del danno si collega alla derivazione del danno da un'attività che sia qualificabile come *pericolosa*, appunto. In ogni caso, «[l]'applicabilità della disciplina dettata dall'art. 2050 cod. civ. postula solo l'accertamento del fatto obiettivo della derivazione causale del danno dall'esercizio di un'attività pericolosa e, pertanto, non esige la dimostrazione del nesso eziologico tra un fatto specifico imputabile all'agente e l'evento dannoso, essendo invece sufficiente l'accertamento di tale nesso tra l'evento dannoso e il generico esercizio dell'attività pericolosa»⁴⁸¹, sicché anche nella prova del nesso causale la vittima risulterà agevolata, dovendo la stessa dare solo la prova della derivazione del danno dall'esercizio generico dell'attività pericolosa e non, invece, da un fatto specifico imputabile all'esercente⁴⁸².

Ove l'ipotesi speciale di responsabilità di cui all'art. 2050 cod. civ. non possa trovare applicazione, bisognerà

responsabilità rispetto ad un evento che non è ad esso riconducibile in alcun modo».

⁴⁸⁰ Secondo MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 448, «[u]na tale impostazione è congruente sia con le funzioni del nesso causale che con quella della *strict liability*».

⁴⁸¹ Cass. civ., sez. III, 28 ottobre 1980, n. 5799, in www.italgiure.giustizia.it.

⁴⁸² Perciò «[è] giocoforza concludere (...) che il giudice deve considerare se l'evento lesivo si pone come probabile conseguenza dell'attività pericolosa. Si tratta di una responsabilità per rischio tipico dell'attività intrapresa» (MONATERI P.G., *op. cit.*, pp. 448-449).

accertare se possa o meno soccorre il principio generale del *neminem laedere* dettato dall'art. 2043 cod. civ. .

2.1. La natura giuridica della responsabilità per l'esercizio di attività pericolose

Questione controversa è quella che concerne la natura della responsabilità per l'esercizio di attività pericolose.

Si è discusso (e tuttora si discute) se la previsione normativa di cui all'art. 2050 cod. civ. configuri una fattispecie di responsabilità oggettiva (ossia quella particolare forma di responsabilità che si configura quando il soggetto viene chiamato a rispondere delle conseguenze pregiudizievoli di un determinato evento dannoso solo sulla base dell'esistenza del rapporto di causalità che collega il fatto all'evento, prescindendosi totalmente dalla sussistenza dell'elemento soggettivo –dolo o colpa – in capo al danneggiante)⁴⁸³, oppure una ipotesi di responsabilità aggravata (ossia una responsabilità soggettiva la cui particolarità consiste nella presunzione *iuris tantum* della colpa in capo al danneggiante, con conseguente inversione dell'onere della prova)⁴⁸⁴. Come

⁴⁸³ Da tale forma di responsabilità, che costituisce una deroga rispetto alla regola generale della responsabilità aquiliana quale responsabilità per colpa (cfr. art. 2043 cod. civ.), ci si può liberare soltanto dando la prova della mancanza del nesso eziologico, dimostrando che il prodursi dell'evento dannoso è riconducibile ad un fatto estraneo dotato di efficacia causale autonoma.

⁴⁸⁴ La responsabilità oggettiva non deve, quindi, essere confusa con la responsabilità presunta, in quanto mentre nella prima il requisito della colpevolezza non è richiesto, nella seconda tale requisito è richiesto ma non è oggetto di prova, dal momento che la colpevolezza si presume. Di conseguenza, mentre per andare esente

posto in luce dalla dottrina, «[q]uesta discussione non può stupire se si considera che tra criterio della colpevolezza e responsabilità oggettiva esiste in realtà un continuum e non uno spartiacque netto»⁴⁸⁵. La soluzione data alla questione riveste particolare importanza, in quanto dall'accoglimento di una tesi piuttosto che dell'altra derivano importanti conseguenze in ordine al contenuto della prova liberatoria.

Secondo una prima impostazione, si tratterebbe di una vera e propria ipotesi di responsabilità oggettiva, che prescinde dalla sussistenza dell'elemento soggettivo della colpa in capo al soggetto che pone in essere l'attività pericolosa⁴⁸⁶. In altri termini, ciò che rileva ai fini del

da responsabilità oggettiva il soggetto può dare soltanto la prova della mancanza del nesso causale tra condotta ed evento, per andare esente da responsabilità presunta potrà altresì dimostrare l'insussistenza del requisito della colpevolezza.

⁴⁸⁵ MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 424.

⁴⁸⁶ In tal senso, ad esempio, Cass. civ., sez. III, 4 maggio 2004, n. 8457, in *Foro it.* 2004, I, 2378, in *Dir. & Formazione* 2005, 950 (nota di ESPOSITO)

Recentemente, Cass. civ., sez. III, 17 dicembre 2009, n. 26516, in *Foro it.* 2010, 3, I, 869 (s.m.) (nota di PALMIERI); Cass. civ., sez. III, 4 maggio 2004, n. 8457, in *Foro it.* 2004, I, 2378, in *Dir. & Formazione* 2005, 950 (nota di ESPOSITO): «La responsabilità per l'esercizio di attività pericolose rientra nelle ipotesi di responsabilità oggettiva e prescinde dalla colpa di chi ha posto in essere l'attività; tuttavia, pur in caso di mancata adozione delle misure previste dalla legge o, in ogni caso, idonee ad evitare l'evento dannoso, la responsabilità va esclusa ove si accerti che il comportamento del danneggiato sia stato idoneo a interrompere il nesso eziologico tra attività pericolosa ed evento dannoso».

In dottrina, tra i molti, GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, vol. III (*Gli atti unilaterali e i titoli di credito. I fatti illeciti e gli altri fatti fonte di obbligazioni. La tutela del credito. L'impresa*), 2^a ed., Cedam, Padova, 2010, pp. 201 ss.; COMPORTI M., *op. cit.*, pp. 155 ss. e specialmente pp. 158 ss., il quale ricollega la responsabilità da

sorgere del diritto al risarcimento del danno *ex art. 2050* cod. civ. è esclusivamente l'esercizio in concreto di un'attività pericolosa, e non la colpevolezza di colui che tale attività pone in essere: trattandosi di un'ipotesi di responsabilità senza colpa, la responsabilità sorgerà indipendentemente dal criterio di imputazione soggettivo. Tale tesi poggia su due considerazioni: da un lato, il fatto che l'evento dannoso venga ascritto in capo all'esercente l'attività pericolosa a prescindere dalle sue condizioni psico-fisiche (e, perciò, anche se minore o incapace naturale)⁴⁸⁷; dall'altro lato, il fatto che la prova liberatoria capace di esimere l'esercente da responsabilità non venga generalmente ravvisata nella prova della diligenza

attività pericolose «al sistema di responsabilità oggettiva in senso lato, anche se la prova liberatoria prevista nell'art. 2050 appare meno rigorosa di quella del caso fortuito» (p. 162); FRANZONI M., *Dati personali e responsabilità civile*, in *Resp. civ. e prev.* 1998, 4-5, pp. 901 ss.; ID., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, fa parte di *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1993, pp. 529 ss.; ZIVIZ P., *Le attività pericolose*, in *Nuova giur. civ.*, 1988, II, p. 179.

⁴⁸⁷ Cfr. FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., p. 533: «Nell'ipotesi considerata, il fatto che la responsabilità non sia imputabile per colpa, ancorché presunta, si desume anche da un'altra considerazione: l'esercente può essere dichiarato responsabile, benché sia un minore o un incapace. Questo solo rilievo sarebbe di per sé sufficiente per escludere ogni ricorso al principio della colpa e, quindi, al concetto di capacità quale requisito soggettivo dell'illecito».

Nello stesso senso, MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 425: «la condotta dell'esercente l'attività pericolosa costituisce un semplice antecedente dell'evento dannoso, che gli viene ascritto indipendentemente da ogni riguardo per le sue condizioni psico-fisiche, talché l'esercente è chiamato a rispondere del danno ancorché minore o incapace naturale».

dell' esercente, ma, piuttosto, nel ricorrere di un fattore integrante il caso fortuito⁴⁸⁸.

Per andare esente da responsabilità l' esercente dovrà, quindi, dare la prova dell' intervento di un fattore costituente caso fortuito, che abbia interrotto il nesso causale intercorrente tra l' esercizio dell' attività pericolosa e l' evento dannoso⁴⁸⁹.

⁴⁸⁸ Cfr. FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., p. 534: «La tesi che ravvisa una presunzione *iuris tantum* di colpa incontra un ulteriore ostacolo. Come è noto l' inversione dell' onere della prova nelle presunzioni comporta la dimostrazione di una circostanza contraria al fatto ignoto che rende operativa la presunzione. Pertanto, se, come si dice, si tratta di una presunzione di colpa, ciò significa che l' assenza di colpa dovrebbe essere equiparata alla prova di aver adottato tutte le misure idonee per evitare il danno. Ma gli interpreti, si è già visto, non attribuiscono efficacia liberatoria alla prova della diligenza dell' esercente l' attività pericolosa e finiscono per equiparare la prova liberatoria in esame a quella del caso fortuito».

MONATERI P.G., *op. cit.*, pp. 423-424 nota come in molte pronunce i giudici prescindano in realtà dalla valutazione del comportamento del danneggiante, sotto il profilo soggettivo: «il che avviene appunto quando: 1) l' esistenza del danno viene considerata per se stessa una prova evidente di negligenza o incuria dell' esercente; 2) l' attribuzione della responsabilità avviene in base ad un giudizio di causalità materiale». Ed ancora:

«Inoltre il contenuto della prova liberatoria esula dalla dimostrazione di una assenza di colpa. L' esercente deve dimostrare l' esistenza di una organizzazione preventiva in cui siano presenti tutti gli accorgimenti tecnici idonei ad evitare il danno» (p. 425).

⁴⁸⁹ Ma, come rileva BERLINGIERI M., *La responsabilità civile derivante dal trattamento dei dati personali: natura giuridica, conseguenze, oneri probatori*, Roma, giugno 2001, in *www.privacy.it*, § 2, quando il legislatore ha inteso accollare al danneggiante la prova del fortuito, lo ha fatto espressamente (cfr. art. 2051 cod. civ.).

Secondo altro orientamento⁴⁹⁰, invece, si tratterebbe di un'ipotesi di responsabilità aggravata o per colpa presunta, ossia di una responsabilità soggettiva aggravata dalla presunzione della sussistenza dell'elemento della colpa in capo al danneggiante-esercente l'attività pericolosa. La norma introdurrebbe, quindi, un'inversione dell'onere della prova: la colpa del danneggiante viene presunta *iuris tantum*, per cui se dall'esercizio di un'attività pericolosa deriva un pregiudizio si presume (presunzione semplice, *iuris tantum*) che l'esercente l'attività pericolosa non abbia adottato tutte le cautele idonee ad evitare il prodursi di danni, sicché spetterà a quest'ultimo fornire la dimostrazione della propria mancanza di colpa (presunzione di responsabilità)⁴⁹¹. A differenza della fattispecie di responsabilità oggettiva, ove risulta del tutto irrilevante la sussistenza dell'elemento soggettivo in capo al danneggiante, secondo questa tesi la responsabilità *ex*

⁴⁹⁰ In dottrina, tra i molti, MAZZON R., *Responsabilità oggettiva e semioggettiva*, UTET, Torino, 2012, p. 103; ROSSETTI M., *op. cit.*, p. 199; COMANDÈ G., *Art. 15 (Danni cagionati per effetto del trattamento)*, in *La protezione dei dati personali. Commentario al d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196 («Codice della privacy»)*, a cura di C.M. Bianca e F.D. Busnelli, tomo I, Cedam, Padova, 2007, p. 381 («l'art. 2050 non imputa la responsabilità per mera creazione del pericolo, a prescindere dalla sussistenza di una colpa né, tantomeno, impone standard di diligenza aggravati. (...) Il legislatore italiano (...) ha ritenuto di adottare un modulo che consente l'espletamento di attività pericolose quando il rapporto tra rischio e vantaggio sociale si dimostra positivo ma a condizione che la risarcibilità dei danni eventualmente cagionati sia agevolata»); BERLINGIERI M., *op. cit.*, § 2.

⁴⁹¹ In giurisprudenza si sono espresse a favore della tesi della presunzione relativa di colpa, *ex plurimis*, Cass. civ., sez. II, 9 marzo 2006, n. 5080, in *Giust. civ. Mass.* 2006, 5; Cass. civ., sez. III, 17 luglio 2002, n. 10382, in *Giust. civ. Mass.* 2002, 1254.

art. 2050 cod. civ. troverebbe il proprio fondamento nelle regole di comune prudenza e diligenza (quest'ultima da valutarsi, però, sotto il profilo della diligenza professionale)⁴⁹², la violazione della quali configura (quanto meno) l'elemento soggettivo della colpa.

Tale ultimo orientamento parrebbe suffragato dall'intenzione dichiarata dai compilatori del codice del 1942 nella *Relazione al codice civile*, ove emerge a chiare lettere l'intento del legislatore di adottare, per la responsabilità da attività pericolose, un modello intermedio tra la responsabilità oggettiva e la responsabilità soggettiva^{493 494}.

⁴⁹² Cfr. *Relazione al Ministro Guardasigilli al codice civile 1943*, n. 795: «Nell'esercizio di una attività pericolosa la prevedibilità del danno è *in re ipsa* e il soggetto deve agire tenendo conto del pericolo per i terzi. Gli obblighi inerenti alla normale diligenza sarebbero in tal caso insufficienti, perché, dove la pericolosità è insita nell'azione, vi è il dovere di operare tenendo conto del pericolo; il dovere di evitare il danno diviene più rigoroso quando si opera con la netta previsione della sua possibilità».

⁴⁹³ Nella *Relazione del Ministro Guardasigilli alla Maestà del Re Imperatore sul libro del codice civile "delle obbligazioni"*, Roma, 1941, 241-215, § 265, in riferimento alla responsabilità per l'esercizio di attività pericolose, si legge: «non si è creduto di adottare alcuna delle soluzioni estreme: né quella che annetterebbe a tali attività una responsabilità oggettiva, né quella che vi ricolleggerebbe l'ordinaria responsabilità, per colpa. Si è adottata invece una soluzione intermedia per la quale, sempre mantenendo la colpa a base della responsabilità, non solo si è posta a carico del danneggiante la prova liberatoria, ma si è ampliato il contenuto del dovere di diligenza che è posto a suo carico».

⁴⁹⁴ Secondo altra tesi, sempre inquadrabile nell'ambito della lettura dell'art. 2050 cod. civ. in termini di responsabilità soggettiva, la norma in esame verrebbe a dare eccezionale rilevanza alla c.d. colpa lievissima (*culpa laevissima*), con la conseguenza che non vi sarà solo una mera inversione dell'onere della prova conseguente

alla presunzione relativa di colpa, ma anche un ampliamento del grado di diligenza richiesto. In tal senso, ad esempio, DE CUPIS, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario Scialoja e Branca*, sub art. 2050, Bologna-Roma, 1971, p. 79, secondo il quale il termine di paragone in caso di responsabilità da attività pericolose non sarebbe l'individuo provvisto dell'ordinaria diligenza e della comune prudenza, bensì «quello rigorosamente meticoloso ed estremamente perito: non l'uomo medio munito di diligenza ordinaria, seppure aderente alla natura dell'attività esercitata, ma l'uomo provvisto di esemplarissima virtù, che previene i danni producibili dalla propria attività pericolosa mediante l'esauriente ricerca ed applicazione di tutti gli opportuni rimedi» (per ulteriori riferimenti alla dottrina ed alla giurisprudenza favorevoli alla concezione della colpa con riferimento all'art. 2050 cod. civ. in termini di *culpa laevissima* si rinvia a COMPORTI M., *op. cit.*, p. 154, nt. 8). La pericolosità dell'attività avrebbe, dunque, portato il legislatore ad ampliare il dovere di diligenza fino a collegarvi la colpa lievissima. In altri termini, nella norma in esame non verrebbe in rilievo il medesimo identico criterio di colpevolezza di cui all'art. 2043 cod. civ., che richiama l'ordinaria diligenza del buon padre di famiglia, ma un criterio di colpevolezza più rigoroso, che si basa sulla diligenza del soggetto esperto e prudente. In definitiva il criterio di imputazione è pur sempre la colpa, anche se valutata con estremo rigore. Tale impostazione parrebbe avallata anche dalla *Relazione al libro delle obbligazioni*, n. 265, dalla quale «risulta che intendimento dei compilatori fu quello di adottare una soluzione intermedia, fra la responsabilità oggettiva e la responsabilità soggettiva, perché “sempre mantenendo la colpa a base della responsabilità, non solo si è posta a carico del danneggiato la prova liberatoria, ma si è ampliato il contenuto del dovere di diligenza che si è posto a suo carico” [*Relazione libro obbligazioni*, n. 265: ndr]» (COMPORTI M., *op. cit.*, pp. 152-153). Questa impostazione ha, però, ricevuto critiche da più parti, e non trova particolare seguito nella dottrina più recente (cfr. COMPORTI M., *op. cit.*, pp. 150 ss.; FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, pp. 530 ss). Una sintesi di alcune delle critiche svolte contro la tesi della *culpa lievissima* si può leggere in MONATERI P.G., *op. cit.*, pp. 424-425. In particolare, la dottrina maggioritaria sottolinea,

In entrambi i casi (sia che si aderisca alla tesi della responsabilità oggettiva, sia che si aderisca alla tesi della responsabilità aggravata), il danneggiato sarà esonerato dal dover provare la sussistenza dell'elemento soggettivo (dolo o colpa) in capo al danneggiante, ma non dall'onere di dimostrare il nesso eziologico intercorrente tra l'esercizio dell'attività pericolosa ed il danno patito, essendo l'accertamento del nesso causale presupposto indefettibile ai fini della pronuncia di responsabilità *ex art. 2050 cod. civ.*⁴⁹⁵.

da un lato, che nell'attuale art. 2043 cod. civ. non si rinvergono più riscontri dell'antica massima «*in lege Aquilia et levissima culpa venit*»; dall'altro, che il legislatore del codice si è ispirato ad una concezione unitaria della colpa, ossia a quella del buon padre di famiglia: la *diligentia del bonus pater familias* costituisce un criterio elastico, capace di adattarsi sia alle varie ipotesi di responsabilità contrattuale che a quelle di responsabilità extracontrattuale. Con specifico riferimento alla norma in esame, si rileva che «va ricordato che, proprio per l'ampiezza e l'elasticità della nozione del buon padre di famiglia, non sembra avere giuridica rilevanza neppure un concetto più limitato della colpa lievissima, con riferimento cioè agli artt. 2050 e 2054, 1° comma, c.c.. Infatti, secondo un principio elementare, ripetuto soprattutto dalla dottrina anglosassone, quanto più le attività sono pericolose, tanto maggiore deve essere la diligenza, la prudenza e la perizia da impiegarsi dal soggetto in tali attività. L'uomo accorto e prudente, cioè il buon padre di famiglia, nell'esercizio di attività pericolose (e così pure nella guida dell'autoveicolo) indubbiamente deve compiere tutto ciò che è possibile per evitare i danni che, con così alta probabilità, possono derivare da tali attività: sicché non può ritenersi immune da colpa l'uomo, anche di normale diligenza, che non abbia fatto il possibile per evitare il danno» (COMPORTI M., *op. cit.*, p. 154). Insomma, nel nostro ordinamento la figura della colpa lievissima non sarebbe configurabile.

⁴⁹⁵ Cfr. Cass. civ., sez. II, 9 marzo 2006, n. 5080, in *Giust. civ. Mass.* 2006, 5: «In tema di responsabilità per esercizio di attività

In ogni caso, l'onere probatorio posto in capo all'esercente l'attività pericolosa per andare esente da responsabilità sarà particolarmente gravoso. Non sarà sufficiente che l'esercente dimostri di essersi attenuto alle prescrizioni normative ed alle regole di comune prudenza (prova negativa di non aver violato particolari obblighi sullo stesso incumbenti), ma sarà altresì necessario che lo stesso dia la prova positiva di aver adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno⁴⁹⁶, tra le quali rientrano altresì le

pericolosa (nella specie, installazione di impianto elettrico in casa di abitazione), la presunzione di colpa a carico del danneggiante posta dall'art. 2050 c.c. presuppone il previo accertamento dell'esistenza del nesso eziologico – la cui prova incombe al danneggiato – tra l'esercizio dell'attività e l'evento dannoso, non potendo il soggetto agente essere investito da una presunzione di responsabilità rispetto ad un evento che non è ad esso in alcun modo riconducibile». Conforme, Cass. civ., se. III, 2 aprile 2001, n. 4792, in *Giust. civ. Mass.* 2001, 667. Si veda altresì Cass. civ., sez. III, 21 ottobre 2005, n. 20359, in *Giust. civ. Mass.* 2005, 10.

⁴⁹⁶ Cfr. Cass. civ., sez. III, 21 novembre 1984, n. 5960, in *Giust. civ. Mass.* 1984, fasc. 11: «La presunzione di responsabilità contemplata dalla norma dell'art. 2050 c.c. per le attività pericolose può essere vinta solo con una prova particolarmente rigorosa, essendo posto a carico dell'esercente l'attività pericolosa l'onere di dimostrare l'adozione di tutte le misure idonee ad evitare il danno: pertanto non basta la prova negativa di non aver commesso alcuna violazione delle norme di legge o di comune prudenza, ma occorre quella positiva di aver impiegato ogni cura o misura atta ad impedire l'evento dannoso, di guisa che anche il fatto del danneggiato o del terzo può produrre effetti liberatori solo se per la sua incidenza e rilevanza sia tale da escludere, in modo certo, il nesso causale tra attività pericolosa e l'evento e non già quando costituisce elemento concorrente nella produzione del danno, inserendosi in una situazione di pericolo che ne abbia reso possibile l'insorgenza a causa dell'inidoneità delle misure preventive adottate. L'accertamento relativo alla idoneità delle cautele

più avanzate tecniche note ed anche solo astrattamente attuabili all'epoca del fatto dannoso⁴⁹⁷. Ove si qualifichi la responsabilità da attività pericolose come responsabilità oggettiva, risulterà particolarmente complicato per l'esercente l'attività fornire la prova liberatoria, potendo solamente il caso fortuito mandarlo esente da responsabilità; ove, al contrario, si configuri la responsabilità da attività pericolose come responsabilità aggravata, risulterà pur sempre difficile per l'esercente fornire la prova liberatoria, dovendo lo stesso dimostrare di essersi attenuto alle migliori regole che la diligenza impone e di aver adottato tutte le misure astrattamente possibili per evitare il danno, ma la prova non si spingerà sino alla dimostrazione dell'intervento di un fattore esterno integrante il caso fortuito. In tale ultima ipotesi il rapporto eziologico tra l'esercizio dell'attività pericolosa e l'evento dannoso resta fermo, ma l'esercente è liberato da responsabilità, non potendo essergli mosso alcun rimprovero in ordine alla sua condotta. La distinzione tra la prova liberatoria che l'esercente deve fornire nell'un caso e nell'altro appare chiara a livello teorico, mentre all'atto pratico può risultare difficile comprendere se, al di là della qualificazione giuridica datane dal giudice, la prova liberatoria consista nella dimostrazione della propria

prescritte dalla norma (al pari di quello concernente il rapporto eziologico e la natura della attività) integra un'indagine di fatto riservata al giudice del merito il cui apprezzamento si sottrae al sindacato di questa Corte solo se fondato su argomentazioni immuni da vizi logici ed errori di diritto».

⁴⁹⁷ Cass. civ., sez. III, 4 giugno 1998, n. 5484, in *Resp. civ. e prev.* 1999, 115 (nota di MEDICI); Tribunale Milano, 15 giugno 2000, in *Giur. it.* 2002, 952 (nota di BONA); Tribunale Milano, 19 novembre 1987, in *Foro it.* 1988, I, 144, in *Resp. civ. e prev.* 1988, 407.

diligenza piuttosto che nella dimostrazione del caso fortuito.

In ogni caso, l' esercente è tenuto ad adottare quelle misure che sono prescritte da norme legislative o regolamentari, poiché nel caso in cui adotti misure diverse da quelle prescritte l' idoneità di queste ultime non potrà essere valutata ai fini dell' esonero da responsabilità, non avendo in tali ipotesi l' esercente alcuna discrezionalità in merito alla decisione se adottare o meno quelle precauzioni che sono imposte dalla legge⁴⁹⁸; ciò purché, ovviamente, l' omissione delle misure cautelari legislativamente previste si ponga, in qualche misura, in rapporto causale con l' evento dannoso⁴⁹⁹.

La responsabilità dell' esercente attività pericolose non viene meno neppure nel caso in cui l' evento dannoso conseguente allo svolgimento dell' attività pericolosa si sia verificato per cause rimaste ignote⁵⁰⁰.

⁴⁹⁸ Cass. civ., sez. III, 2 marzo 2001, n. 3022, in *Giust. civ. Mass.* 2001, 380, in *Foro it.* 2001, I,1866, in *Danno e resp.* 2001, 925 (nota di FANELLI).

⁴⁹⁹ In tal senso MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 450, che cita giurisprudenza sia in senso favorevole che contrario.

⁵⁰⁰ Cass. civ., sez. III, 4 giugno 1998, n. 5484, in *Resp. civ. e prev.* 1999, 115 (nota di MEDICI).

In dottrina, cfr. FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., p. 510: «la causa ignota di per sé non interrompe il nesso eziologico tra l' esercizio dell' attività e l' evento dannoso, salvo che la sua presenza non renda incerta la derivazione causale tra fatto e danno [l' A. precisa in nota che il principio è stato affermato dalla Corte cost., 4 marzo 1992, n. 79]; nel qual caso, l' attività pericolosa degraderebbe a mera occasione e non a causa del danno» (e, più approfonditamente, pp. 527 ss.). Per COMPORTI M., *op. cit.*, p. 176, nt. 49, l' affermazione secondo cui le cause ignote resterebbero a carico dell' esercente l' attività pericolosa desta perplessità, «dal momento che il convenuto potrebbe,

Il fatto del danneggiato o del terzo sono idonei ad escludere la responsabilità *ex art. 2050 cod. civ.* soltanto nel caso in cui gli stessi siano tali da escludere il nesso eziologico tra l'attività pericolosa ed il danno prodotto; nel caso in cui, invece, concorrano semplicemente nella produzione del danno l'esercente non andrà esente da responsabilità⁵⁰¹, ma la misura del risarcimento potrà essere ridotta *ex art. 1227 cod. civ.* (nel caso di fatto del danneggiato) o potrà sorgere responsabilità solidale *ex art. 2055 cod. civ.* (nel caso di fatto del terzo).

2.2. La nozione di “attività pericolosa”

Ma il punto che, ai fini del presente lavoro, particolarmente interessa è l'individuazione dei criteri in base ai quali un'attività può o meno essere qualificata come “pericolosa”, con la conseguente affermazione (od esclusione) della operatività della norma di cui all'art. 2050 cod. civ..

La perimetrazione della nozione di “attività pericolosa” giuridicamente rilevante *ex art. 2050 cod. civ.* è compito che non si presenta agevole, poiché «[t]utte le attività umane contengono in sé un grado più o meno elevato di pericolosità per coloro che direttamente le esercitano o per i terzi estranei. Ne consegue che, interpretando in senso ampio la speciale responsabilità in esame, così da comprendervi tutte le attività potenzialmente dannose, l'art. 2043 diverrebbe una norma

indipendentemente dalla conoscenza della causa del sinistro, provare la propria diligenza tecnica».

⁵⁰¹ Cfr. Cass. civ., sez. III, 21 novembre 1984, n. 5960, in *Giust. civ. Mass.* 1984, fasc. 11.

del tutto superflua, in quanto risulterebbe un inutile duplicato della prima. Muovendo da tale constatazione, si deve ritenere che essa debba avere un ambito di effettività più ristretto di quello dell'art. 2043, dovendo collegarsi ad una fattispecie che contempla la pericolosità non come elemento meramente accidentale, bensì come il dato caratteristico dell'attività posta in essere»⁵⁰².

La prima distinzione che bisogna operare è quella tra attività pericolose vere e proprie – rispetto alle quali trova applicazione la norma di cui all'art. 2050 cod. civ. – e mere condotte pericolose – con riferimento alle quali non opera la norma in esame ma, ricorrendone le condizioni, la fattispecie generale di cui all'art. 2043 cod. civ.^{503 504}–. Le

⁵⁰² FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., p. 491.

⁵⁰³ Tale distinzione, messa in evidenza dalla dottrina (per i riferimenti si rinvia a COMPORTI M., *op. cit.*, p. 189, nt. 76), è stata accolta dalla giurisprudenza: Cass. civ., sez. III, 21 ottobre 2005, n. 20357, in *Giust. civ. Mass.* 2005, 10; Cass. civ., sez. III, 15 ottobre 2004, n. 20334, in *Giust. civ. Mass.* 2004, 10, in *D&G - Dir. e giust.* 2005, 1, 67, in *Dir. & Formazione* 2005, 26; Cass. civ., sez. III, 26 aprile 2004, n. 7916, in *Giust. civ. Mass.* 2004, 4, in *Studium Juris* 2004, 1282, in *Giust. civ.* 2005, 12, I, 3120 (nota di SCARANO); Cass. civ., sez. III, 2 dicembre 1997, n. 12193, in *Giust. civ. Mass.* 1997, 2311, in *Danno e resp.* 1998, 567 (nota di LAGHEZZA); Cass. civ., sez. II, 21 dicembre 1992, n. 13530, in *Resp. civ. e prev.* 1993, 821.

⁵⁰⁴ In proposito si veda Cass. civ., sez. III, 21 ottobre 2005, n. 20357, in *Giust. civ. Mass.* 2005, 10: «In materia di responsabilità per esercizio di attività pericolose, considerato che tutte le attività umane contengono in sé un grado più o meno elevato di pericolosità per coloro che le esercitano, occorre sempre distinguere tra pericolosità della condotta e pericolosità dell'attività in quanto tale: la prima riguarda un'attività normalmente innocua, che assume i caratteri della pericolosità a causa della condotta imprudente o negligente dell'operatore, ed è elemento costitutivo della responsabilità ai sensi dell'art. 2043 c.c.; la seconda concerne

attività pericolose sono quelle attività che hanno connaturato in sé un elevato grado di pericolosità; l'intrinseca pericolosità di tali attività fa sì che dallo svolgimento delle stesse è probabile, e non solo meramente possibile, che possa derivare un danno alla sfera giuridica di terzi, presentando tali attività una notevole potenzialità di danno. Al contrario, le condotte pericolose, non riconducibili nell'alveo dell'art. 2050 cod. civ., sono condotte che si riferiscono ad attività normalmente innocue, le quali diventano dannose a seguito della condotta imprudente, imperita o negligente del soggetto che le esercita: ad essere pericolosa non è l'attività in sé, ma la condotta soggettiva di colui che tale attività pone in essere, condotta che può far sorgere una responsabilità soltanto ai sensi della regola generale dell'art. 2043 cod. civ.. In tale seconda ipotesi difetta, dunque, l'elemento (fondamentale) della pericolosità intrinseca della attività: un'attività normalmente innocua

un'attività che, invece, è potenzialmente dannosa di per sé per l'alta percentuale di danni che può provocare in ragione della sua natura o della tipologia dei mezzi adoperati e rappresenta una componente della responsabilità disciplinata dall'art. 2050 c.c. La distinzione tra pericolosità della condotta e pericolosità dell'attività comporta un accertamento di fatto, perché, nel primo caso, si tratta di verificare il grado di diligenza o di perizia dell'operatore e, nel secondo caso, la natura dell'attività o il grado di efficienza dei mezzi utilizzati. La valutazione relativa a tale accertamento è rimessa al giudice del merito che, pertanto, risulta insindacabile in sede di legittimità, ove correttamente e logicamente motivata. (Nella fattispecie, la S.C. ha rigettato il ricorso, confermando la sentenza di merito impugnata che, in relazione ad un incendio propagatosi in un immobile condotto in locazione, aveva ritenuto, con motivazione congrua, che la saldatrice elettrica, utilizzata per lavori di carpenteria all'interno dei locali del predetto immobile, non era idonea a sviluppare l'incendio dedotto in giudizio)».

diventa pericolosa per la condotta di chi la esercita⁵⁰⁵, talché la pericolosità non è configurabile *in re ipsa*. Mentre nel primo caso l'attenzione si concentra sulle caratteristiche dell'attività in sé considerata, nel secondo il giudizio ruota attorno alle caratteristiche della condotta soggettiva dell'agente. L'art. 2050 cod. civ. si applica, pertanto, solo alle attività umane connotate da una intrinseca pericolosità; nel caso in cui, invece, l'evento dannoso consegua ad una attività solo occasionalmente pericolosa allora troverà applicazione la norma generale di cui all'art. 2043 cod. civ.⁵⁰⁶.

⁵⁰⁵ Cfr. Cass. civ., sez. III, 23 febbraio 1983, n. 1394, in *Giust. civ. Mass.* 1983, fasc. 2: «Per attività pericolose, in relazione al cui svolgimento l'art. 2050 c.c. stabilisce una presunzione di responsabilità a carico di chi le esercita, debbono intendersi quelle che sono qualificate tali dalla legge di p.s. o da altre norme speciali (come quelle contro gli infortuni sul lavoro) ed altresì quelle che abbiano insita la pericolosità nei mezzi adoperati e nella loro stessa natura. Pertanto, restano escluse dalla previsione di detta norma le attività non pericolose in sé, ma in cui la pericolosità insorga per errori o colpe nell'uso dei mezzi adoperati». Conformi, Cass. civ., sez. III, 11 settembre 1978, n. 4110, in *www.italggiure.giustizia.it*; Cass. civ., sez. III, 29 maggio 1972, n. 1712, in *Resp. civ. e prev.* 1972, 550, in *Giur. it.* 1973, 1, 1, 917.

⁵⁰⁶ Cfr. altresì Cass. civ., sez. III, 21 ottobre 2005, n. 20359, in *Giust. civ. Mass.* 2005, 10: «Ai fini del riconoscimento della sussistenza della responsabilità da atto illecito ricollegabile all'esercizio di attività pericolosa e del conseguente danno è necessaria l'esistenza del nesso di causalità tra l'attività pericolosa stessa e l'evento di danno, riconducibili all' esercente; tale nesso deve consistere in una relazione diretta tra danno e rischio specifico dell'attività pericolosa o dei mezzi adoperati, giacché, diversamente, il danno cagionato può essere riconosciuto solo in base al criterio generale dell'art. 2043 c.c., se ne ricorrono i presupposti di applicazione».

Venendo alle attività pericolose vere e proprie (le sole alle quali si riferisce l'art. 2050 cod. civ.), bisogna operare una ulteriore distinzione: l'attività, difatti, può essere pericolosa o i) per sua stessa natura oppure ii) per la tipologia dei mezzi adoperati. Nel primo caso l'attività è oggettivamente ed intrinsecamente pericolosa (si pensi, ad es., all'attività di produzione di gas in bombole); nel secondo caso l'attività, pur non essendo intrinsecamente pericolosa, lo diventa a seguito della particolare tipologia degli strumenti impiegati dall'esercente nello svolgimento dell'attività («[c]osì, ad esempio, uno scavo stradale non sarà pericoloso se eseguito con piccone e badile, ma lo diventerà se eseguito con un Caterpillar»⁵⁰⁷). I predetti

⁵⁰⁷ ROSSETTI M., *op. cit.*, p. 200.

Cfr. Cass. civ., sez. III, 5 giugno 2002, n. 8148, in *Giust. civ. Mass.* 2002, 969: «Attività pericolose ai sensi dell'art. 2050 c.c. sono non solo quelle tali qualificate dalla legge di pubblica sicurezza e da altre leggi speciali, ma anche le attività che, per la loro stessa natura o per caratteristiche dei mezzi adoperate, comportino una rilevante possibilità del verificarsi di un danno per la loro spiccata potenzialità offensiva. Lo stabilire se in concreto un'attività sia da considerare pericolosa costituisce compito del giudice di merito, la cui valutazione è insindacabile in sede di legittimità se congruamente motivata. (Nel caso, in applicazione del suindicato principio, il giudice del merito ha ritenuto, con motivazione dalla S.C. ritenuta esauriente ed immune da vizi logici e giuridici, essere pericolosa l'attività di pastificazione, non già per sua intrinseca natura bensì in concreto per la natura dei mezzi impiegati, ed in particolare per le caratteristiche della macchina impastatrice, idonea a provocare danni a persone – una bambina di cinque anni aveva riportato gravi lesioni con postumi ad una mano introdotta negli ingranaggi di detta macchina in movimento – in quanto priva dei necessari dispositivi di sicurezza)». Ancora, la rimozione del piano di un pavimento può diventare attività pericolosa se eseguita mediante martellamento (Cass. civ., sez. II, 3 febbraio 1975, n. 391, in *www.italgiure.giustizia.it*), così come

criteri (natura dell'attività e qualità dei mezzi adoperati) sono alternativi, sicché sarà sufficiente che ricorra anche solo uno di essi perché la fattispecie concreta ricada nell'alveo dell'art. 2050 cod. civ.⁵⁰⁸.

Il criterio della pericolosità vale sia per la natura dell'attività che per i mezzi adoperati; inoltre «si rientra nell'ambito della norma di cui all'art. 2050 c.c. anche quando il pericolo riguarda il prodotto o l'oggetto dell'attività, purché il danno, se verificatosi anche successivamente si ricollegi a tale attività. Talvolta è difficile distinguere se si tratti di pericolosità riferita all'attività, al mezzo usato od al prodotto; ma tale distinzione non avendo rilevanza effettuale rispetto alla previsione normativa dell'art. 2050 c.c., sarebbe meramente concettualistica»⁵⁰⁹.

Come si è detto poco sopra, qualsiasi attività umana può essere pericolosa: sorge allora il problema di stabilire in quali ipotesi troverà applicazione la disciplina in esame. Il testo dell'articolo non indica con precisione e nel dettaglio quali criteri debbano essere utilizzati al fine di stabilire se una determinata attività debba essere qualificata come pericolosa o meno. Il riferimento è allora ai criteri elaborati in materia dalla dottrina ed alla casistica giurisprudenziale.

La dottrina che si è occupata di definire la nozione di pericolosità rilevante ai sensi dell'art. 2050 cod. civ. suole

l'attività didattica, normalmente innocua ma in particolari circostanze pericolosa se eseguita con mezzi pericolosi (nella specie, esperimento di parallelismo della corrente: Tribunale Perugia, 28 marzo 1955, in *Rep. Foro it.* 1955, *Resp. civ.*, 194).

⁵⁰⁸ Secondo altra parte della dottrina, invece, il legislatore avrebbe semplicemente usato una endiadi. In tal senso MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 435.

⁵⁰⁹ COMPORATI M., *op. cit.*, p. 188.

far riferimento a due elementi, ossia i) alla frequenza statistica dei danni prodotti e ii) alla gravità di tali danni⁵¹⁰; l'attività pericolosa è, dunque, un'attività che in concreto può realizzare molti danni e/o può realizzarne di molto gravi. Ancora, «[a]ltri indici possono venire anche più giustamente desunti dagli indici di rischio definiti nelle tabelle assicurative, o dall'esistenza di tassi di premio notevolmente superiori alla media»⁵¹¹.

Il giudice sarà, inoltre, agevolato nella valutazione dalla presenza di “indici sintomatici” (ossia “indici rivelatori della pericolosità”), elaborati dalla giurisprudenza nel corso del tempo, dai quali è possibile desumere la natura pericolosa dell'attività. In particolare, «[t]ra i più utilizzati di tali indici vanno ricordati: a) l'inserimento dell'attività oggetto di giudizio tra quelle espressamente qualificate come pericolose dal testo unico delle leggi di pubblica sicurezza (artt. 63 ss., r.d. 19.6.1931, n. 773) (...). b) la circostanza che l'attività svolta dall'autore del danno, pur non essendo qualificata come pericolosa dalla legge di pubblica sicurezza o da altre leggi speciali, per sua natura o per le caratteristiche

⁵¹⁰ Ad esempio, COMPARTI M., *op. cit.*, p. 187, afferma che «occorre che l'attività sia suscettibile di produrre frequenti e notevoli danni a terzi; cioè che l'attività contenga in sé non una mera possibilità di danno, ma una grave probabilità, una notevole potenzialità dannosa, considerata in relazione al criterio della normalità media, e rilevata attraverso dati statistici ed elementi tecnici e di comune esperienza»; MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 434 afferma che «[s]ono qui possibili (...) due criteri concorrenti: a) tenere conto della quantità di danni abitualmente cagionati dall'attività in questione; b) tener conto anche della gravità dei pregiudizi minacciati. L'attività sarà quindi pericolosa quando statisticamente cagiona molti incidenti, e quando minaccia di cagionarne di molto gravi».

⁵¹¹ MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 437.

dei mezzi adoperati “comporti una rilevante possibilità del verificarsi di un danno per la loro spiccata potenzialità offensiva”; c) la frequenza statistica con cui da un certo tipo di attività può derivare certo tipo di danno, e la gravità dei danni che l’attività può in astratto causare»⁵¹². Altri indici che la giurisprudenza utilizza come riferimento sono la previsione legislativa di particolari precauzioni per lo svolgimento dell’attività, oppure il fatto che lo svolgimento dell’attività sia subordinato al rilascio di una autorizzazione o di una licenza da parte della pubblica amministrazione⁵¹³. Talvolta la giurisprudenza ha dedotto la pericolosità dell’attività dall’irregolare esercizio della stessa⁵¹⁴, così utilizzando l’art. 2050 cod. civ. in un’ottica punitiva⁵¹⁵.

Alla luce di quanto sin qui affermato, non pare inopportuno un breve cenno alla casistica giurisprudenziale sulla nozione di attività pericolosa. La giurisprudenza di legittimità ha, ad esempio, qualificato come attività “pericolose” le seguenti: l’esecuzione di lavori sulla pubblica strada⁵¹⁶, l’attività edilizia in generale (sia nella sua fase dinamica – cantiere attivo – che nella sua fase statica – cantiere inattivo –)⁵¹⁷, il trasporto di

⁵¹² ROSSETTI M., *op. cit.*, pp. 200 s..

⁵¹³ Per un’analisi più approfondita sugli indici rivelatori della responsabilità si rinvia a FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., pp. 493 ss..

⁵¹⁴ Cass. civ., sez. III, 20 marzo 1969, n. 878, in www.italgiure.giustizia.it; Cass. civ., sez. III, 24 luglio 1965, n. 1737, in *Resp. civ. e prev.* 1965, 570.

⁵¹⁵ MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 431, nt. 4.

⁵¹⁶ Cass. civ., sez. III, 13 maggio 2003, n. 7298, in *Giust. civ. Mass.* 2003, 5.

⁵¹⁷ Cass. civ., sez. III, 8 novembre 1996, n. 9743, in *Studium Juris* 1997, 190; Cass. civ., sez. III, 3 novembre 1995, n. 11452, in

petrolio greggio attraverso apposita condotta (oleodotto)⁵¹⁸, l'attività venatoria⁵¹⁹, la produzione e la fornitura di energia elettrica ad alta tensione⁵²⁰ (in taluni casi anche la gestione di reti elettriche a bassa tensione)⁵²¹, la produzione e la distribuzione di gas in bombole⁵²², la produzione e la vendita di tabacchi lavorati⁵²³, etc.. La giurisprudenza di legittimità ha qualificato come attività "non pericolose"/ La stessa giurisprudenza di legittimità ha, invece, escluso che possa essere considerata attività pericolosa l'uso di una piscina come coreografia di una

Giust. civ. Mass. 1995, fasc. 11; Cass. civ., sez. I, 10 agosto 1949, n. 2271, in *www.italgiure.giustizia.it*; Cass. civ., sez. III, 10 febbraio 2003, n. 1954, in *Giust. civ. Mass.* 2003, 298, in *Dir. & Formazione* 2003, 534, in *D&G - Dir. e giust.* 2003, 12, 98; Cass. civ., sez. II, 12 dicembre 1988, n. 6739, in *Giust. civ. Mass.* 1988, fasc. 12.

⁵¹⁸ Cass. civ., sez. III, 13 febbraio 1978, n. 662, in *Archivio civile* 1978, 874.

⁵¹⁹ Cass. civ., sez. III, 30 novembre 1977, n. 5222, in *Riv. inf. e malattie prof.* 1978, 2, 85; Cass. civ., sez. III, 28 settembre 1964, n. 2442, in *Giur. it.* 1965, 1, 1, 201, in *Resp. civ. e prev.* 1965, 370.

⁵²⁰ Cass. civ., sez. III, 4 aprile 1995, n. 3935, in *Giust. civ. Mass.* 1995, 766; Cass. civ., sez. III, 27 gennaio 1982, n. 537, in *Foro it.* 1982, 3, 1, 674, in *Resp. civ. e prev.* 1982, 3, 370 (nota di MONATERI).

⁵²¹ Cass. civ., sez. III, 29 maggio 1989, n. 2584, in *Giur. it.* 1990, I,1, 234; Cass. civ., sez. III, 11 novembre 1977, n. 4893, in *www.italgiure.giustizia.it*.

⁵²² Cass. civ., sez. III, 13 gennaio 1981, n. 294, in *Riv. giur. circol. trasp.* 1982, 812, in *Giust. civ. Mass.* 1981, fasc. 1, in *Foro it.* 1981, I, 1325.

⁵²³ Cass. civ., sez. III, 17 dicembre 2009, n. 26516, in *Giust. civ. Mass.* 2009, 12, 1704, in *Diritto & Giustizia* 2010 (nota di PAPAGNI), in *Guida al diritto* 2010, 8, 59 (s.m.) (nota di MONATERI), in *FORO IT.* 2010, 3, I, 869 (s.m.) (nota di PALMIERI).

festa⁵²⁴, la gestione di una piccola giostra⁵²⁵, l'esercizio del servizio di tramvie (circolazione di veicoli con guida di rotaie)⁵²⁶, etc..

In ogni caso, la pericolosità deve essere valutata unicamente con riferimento alla natura dell'attività o alla tipologia dei mezzi impiegati, «e non anche in riferimento alla diffusione delle modalità con le quali [l'attività] viene comunemente esercitata, che ben potrebbero essere tutte e sempre inadeguate, senza per questo elidere i presupposti per l'applicazione della norma citata»⁵²⁷. In particolare, non è possibile escludere la pericolosità di una determinata attività perché coloro che la praticano «non adottano normalmente le cautele che sarebbero opportune, giacché così opinando si assumerebbe a parametro valutativo non già l'attitudine dell'attività a recare danno, bensì il grado di diligenza comunemente riscontrabile»⁵²⁸. Le condotte soggettive non devono entrare a far parte del giudizio sulla pericolosità, altrimenti non potrebbe più parlarsi di attività pericolosa (rientrante nella disposizione normativa dell'art.

⁵²⁴ Cass. civ., sez. III, 15 ottobre 2004, n. 20334, in *Giust. civ. Mass.* 2004, 10, in *D&G - Dir. e giust.* 2005, 1, 67, in *Dir. & Formazione* 2005, 26.

⁵²⁵ Cass. civ., sez. III, 8 aprile 1978, n. 1629, in *Resp. civ. e prev.* 1978, 856.

⁵²⁶ Cass. civ., sez. III, 6 settembre 1968, n. 2888, in *Resp. civ. e prev.* 1969, 99, in *Riv. giur. circ. trasp.* 1969, 122; Cass. civ., sez. III, 20 luglio 1966, n. 1974, in *Giur. it.* 1967, 1, 1, 512 (nota di ROVELLI), in *Resp. civ. e prev.* 1967, 23, in *Riv. giur. circ. trasp.* 1967, 164. Critici nei confronti di questo orientamento sono COMPORTI M., *op. cit.*, pp.204 ss. e MONATERI P.G., *op. cit.*, p. 430, favorevoli all'applicazione dell'art. 2050 alle tramvie.

⁵²⁷ Cass. civ., sez. III, 26 aprile 2004, n. 7916, in *Giust. civ. Mass.* 2004, 4, in *Studium Juris* 2004, 1282, in *Giust. civ.* 2005, 12, I, 3120 (nota di SCARANO).

⁵²⁸ *Ibidem.*

2050 cod. civ.), bensì di mera condotta pericolosa (che, come si è detto *supra*, esula dalla fattispecie in esame ed è disciplinata dalla norma generale di cui all'art. 2043 cod. civ.).

L'accertamento della pericolosità dell'attività è valutazione che deve essere compiuta dal giudice caso per caso, con valutazione *ex ante* secondo un giudizio di prognosi postuma, valutando le circostanze così come si presentavano nel momento in cui il danno si è verificato⁵²⁹; diversamente operando, infatti, ossia secondo un giudizio *ex post*, si correrebbe il rischio di considerare qualsiasi attività come in sé pericolosa, dal momento che la stessa ha, in concreto, prodotto un danno⁵³⁰.

La valutazione circa la pericolosità dell'attività generatrice del danno spetta al giudice di merito ed è insindacabile in sede di legittimità ove congruamente motivata.

⁵²⁹ Cfr. Cass. civ., sez. III, 30 agosto 1995, n. 9205, in *Giur. it.* 1996, I, 1, 466, in *Danno e resp.* 1996, 255: «Il giudizio di pericolosità va espresso non già *ex post*, sulla base, cioè, dell'evento dannoso, effettivamente verificatosi – se così fosse, ogni attività andrebbe infatti qualificata come pericolosa – ma *ex ante*, sulla base delle circostanze di fatto, quali si presentavano al momento stesso dell'esercizio dell'attività ed erano conoscibili dall'uomo medio, o comunque dovevano essere conosciute dall'agente in considerazione del tipo di attività esercitata: in altri termini, è demandato al giudice compiere una “prognosi postuma”, secondo la nota felice espressione».

⁵³⁰ COMPORTI M., *op. cit.*, p. 159: «L'idoneità deve essere valutata con giudizio preventivo, ossia con una indagine relativa al pericolo antecedente al sinistro; perché è facile rilevare che l'idoneità delle misure predisposte, dopo l'incidente, sarebbe normalmente indimostrabile, dal momento che il danno, di fatto, si è verificato».

In conclusione, la nozione di pericolosità dell'attività data dal legislatore è indeterminata⁵³¹, non essendo stati indicati precisi parametri rispetto ai quali valutare se un'attività debba o meno essere considerata pericolosa: ciò non deve, tuttavia, essere letto negativamente, in quanto una nozione ampia, elastica, priva di rigidi paletti interpretativi permette alla norma di non divenire desueta, adattando la nozione di attività pericolosa ai nuovi progressi ed all'evolversi della mentalità e della coscienza sociale. Proprio sull'elasticità della nozione di "pericolosità" si baserà, nel prosieguo, il presente lavoro.

3. L'attività di classamento del merito creditizio e la responsabilità per attività pericolose

Dopo questa breve panoramica introduttiva della responsabilità per l'esercizio di attività pericolose, si può finalmente passare ad interrogarsi se l'attività di classamento del merito creditizio svolta dalle agenzie di *rating* del credito possa essere qualificata come attività pericolosa, con la conseguente possibilità (od impossibilità) di applicare la disciplina di cui all'art. 2050 cod. civ. alla fattispecie *de qua* (responsabilità dell'agenzia di *rating* per i danni prodotti dalla diffusione di valutazioni errate).

Due sono gli ostacoli principali che paiono frapporsi all'operatività della disciplina codicistica di cui all'art. 2050 cod. civ.: i) in primo luogo, il fine per cui è stata dettata la norma di cui all'art. 2050 cod. civ., ossia

⁵³¹ Cfr. FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, cit., pp. 492-493, il quale afferma che «[i]l concetto di attività pericolosa è per sua natura un concetto relativo».

l'individuazione dell'interesse che attraverso tale norma il legislatore ha inteso tutelare: ii) in secondo luogo, l'individuazione della tipologia di attività che può assumere quel carattere di pericolosità intrinseca che è imprescindibile ai fini dell'operatività dell'art. 2050 cod. civ..

Le due questioni verranno esaminate separatamente nell'ordine testé indicato.

3.1. L'interesse protetto dall'art. 2050 cod. civ.

Una prima obiezione che è stata sollevata circa l'operatività dell'art. 2050 cod. civ. rispetto all'ipotesi in esame si incentra sulla (presunta) eterogenesi dei fini, per cui la norma *de qua* (ed il richiamo alla medesima fatto dall'art. 15 del d.lgs. n. 196 del 2003, in materia di protezione dei dati personali) sarebbe destinata a tutelare solamente interessi attinenti alla persona umana, e non, invece, interessi di natura esclusivamente patrimoniale⁵³². Tale obiezione non sembra sottoscrivibile.

Certo, non si può negare che la giurisprudenza abbia sino ad ora fatto applicazione della norma di cui all'art. 2050 cod. civ. principalmente in ipotesi nelle quali a venire in luce è stata la lesione di un diritto attinente alla persona (vita, integrità fisica, onore, riservatezza, ecc.); ma non bisogna dimenticare che, sebbene quantitativamente

⁵³² Cfr. SANNA P., *op. cit.*, p. 77: «in senso negativo spingerebbe la necessità di evitare una sorta di eterogenesi dei fini per cui forme di protezione “rafforzata” (tale, appunto, il rinvio all'art. 2050 c.c. operato dall'art. 15, d.lg. n. 196 del 2003) poste a presidio di interessi attinenti alla sfera della persona umana vengono poi utilizzate *sic et simpliciter* per tutelare interessi di natura esclusivamente patrimoniale».

inferiori, vi sono anche casi nei quali la responsabilità per l'esercizio di attività pericolose è stata dalle Corti riconosciuta a fronte di un danno esclusivamente patrimoniale, legato unicamente alla lesione della sfera patrimoniale del danneggiato in assenza di qualsivoglia pregiudizio alla sua sfera personale⁵³³. Né, per quanto si è potuto appurare dall'analisi delle pronunce rese in materia, risulta che la giurisprudenza abbia mai escluso l'operatività della norma di cui all'art. 2050 cod. civ. con riferimento ad ipotesi di lesioni riferibili esclusivamente alla sfera patrimoniale del danneggiato, sicché la scarsità delle decisioni in cui il danneggiante è stato chiamato a rispondere del danno patrimoniale (non accompagnato da un danno non patrimoniale) a titolo di responsabilità per attività pericolose deve probabilmente imputarsi al fatto che nella grande maggioranza dei casi l'attività pericolosa cagiona un pregiudizio che va ad interessare (anche o solamente) la sfera personale del danneggiato, ma non alla impossibilità di ricondurre alla tutela offerta dall'art. 2050 cod. civ. la lesione di interessi unicamente patrimoniali.

Né il testo della norma pare avallare una interpretazione diversa rispetto a quella qui sostenuta, in

⁵³³ Cfr. Tribunale Salerno, sez. I, 3 febbraio 2009, in *Foro it.* 2009, 4, I, 1230, in *Diritto dei trasporti* 2010, 1, 192 (s.m), che ha applicato l'art. 2050 cod. civ. con riferimento ad un'ipotesi di lesione del diritto di proprietà («Il Comune che abbia commissionato la costruzione di un porto e la realizzazione di scogliere di protezione, determinando un'alterazione del naturale flusso del dinamismo marino, è tenuto a risarcire i danni subiti dai proprietari dei terreni invasi dal mare a seguito della notevole riduzione dell'arenile cagionata da tali opere»); Corte Appello Bari, sez. III, 22 dicembre 2008, n. 1125, in *Giurisprudenzabarese.it* 2009; la giurisprudenza sull'attività edilizia (richiamata in nota nel § 2.2).

quanto dalla lettera dell'art. 2050 cod. civ. non si può trarre alcuna indicazione circa la tipologia di interessi che per tale via l'ordinamento intende tutelare. L'articolo in questione richiede, infatti, soltanto la sussistenza di un danno eziologicamente collegato all'esercizio di una attività pericolosa; il danno non viene in alcun modo qualificato, sicché, in mancanza di indicazioni di segno contrario, si ritiene debba affermarsi che lo stesso ricomprenda tutte le possibili lesioni a interessi che siano meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico (siano essi personali o patrimoniali), evitando di operare arbitrarie restrizioni dell'area di operatività della norma di cui all'art. 2050 cod. civ..

Vero è che in altre parti del codice la nozione di "pericolo" è legata alla lesione di interessi attinenti alla sfera della persona umana⁵³⁴; ma il richiamo ad altre disposizioni, a fronte dell'assoluto silenzio serbato dal legislatore nella norma *de qua*, non sembra argomento sufficientemente convincente. Anzi, se ne potrebbe trarre l'indicazione opposta: facendo applicazione dell'antico brocardo *ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit* (là dove la

⁵³⁴ Si pensi all'art. 1447, comma primo cod. civ. che, in riferimento alla rescissione del contratto concluso in istato di pericolo, dispone che «[i]l contratto con cui una parte ha assunto obbligazioni a condizioni inique, per la necessità, nota alla controparte, di salvare sé o altri dal *pericolo attuale di un danno grave alla persona*, può essere rescisso sulla domanda della parte che si è obbligata». Ancora, l'art. 2045 cod. civ. (rubricato "Stato di necessità") stabilisce che «[q]uando chi ha compiuto il fatto dannoso vi è stato costretto dalla necessità di salvare sé o altri dal *pericolo attuale di un danno grave alla persona* e il pericolo non è stato da lui volontariamente causato né era altrimenti evitabile, al danneggiato è dovuta un'indennità, la cui misura è rimessa all'equo apprezzamento del giudice».

legge ha voluto ha detto, dove non ha voluto ha taciuto), e operando un raffronto tra il testo dell'art. 2050 cod. civ. (ove il legislatore non ha espressamente indicato qual è l'interesse protetto) ed il testo degli artt. 1447 e 2045 cod. civ. (ove il legislatore ha specificato a chiare lettere che l'interesse protetto è quello che attiene alla sfera della persona: "pericolo attuale di un danno alla *persona*"), si può affermare che, non avendo il codificatore indicato a quale tipologia di danni la disciplina sulla responsabilità per l'esercizio di attività pericolose si riferisca, ciò significa che la stessa deve operare con riferimento a qualsiasi lesione che vada ad incidere su interessi considerati meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico. Ove avesse voluto diversamente, il legislatore lo avrebbe detto espressamente; e, in assenza di chiari indici normativi in tal senso, non paiono avallabili opzioni interpretative volte a restringere l'ambito di operatività della (e, di conseguenza, l'ambito di tutela offerta dalla) fattispecie di responsabilità in esame.

Va, infine, ricordata quella (ormai sempre più copiosa) dottrina che sostiene la possibilità di applicare l'art. 2050 cod. civ. con riferimento a varie attività riconducibili nell'ambito delle attività svolte nei mercati dei capitali⁵³⁵, ove il danno patito dagli investitori è tipicamente e prettamente un danno patrimoniale.

In conclusione, per le ragioni sopra dette, si ritiene ragionevole affermare che l'art. 2050 cod. civ. operi a prescindere dalla tipologia di danno (patrimoniale o non patrimoniale) cagionato, purchè si tratti di danno inferto ad un interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico ed eziologicamente collegato all'esercizio di una attività pericolosa.

⁵³⁵ Cfr. il successivo § 3.2.2.

Viene così in luce la seconda problematica, ossia l'individuazione della tipologia di attività che può assumere quel carattere di pericolosità intrinseca imprescindibile ai fini dell'operatività dell'art. 2050 cod. civ..

3.2. L'attività pericolosa

Le attività che tradizionalmente vengono ricondotte nel novero delle attività pericolose sono attività (per così dire) "materiali", ossia legate allo svolgimento di attività che si possono definire "materiali" (contrapposte alle attività meramente intellettive). Si pensi all'attività di produzione e distribuzione di gas in bombole, all'esecuzione di lavori edilizi, all'attività venatoria, alla produzione e fornitura di energia elettrica, etc.

Chiaramente ogni attività comprende in sé una componente materiale ed una componente intellettuale, sicché non esiste un *discrimen* netto tra le due categorie: ogni attività materiale ha, alla base, uno sforzo (più o meno greve) intellettuale ed ogni attività intellettuale richiede, per il suo esplicarsi, un minimo di attività materiale. È, tuttavia, facile comprendere come in ciascuna attività una delle due componenti risulti preminente rispetto all'altra: si avrà, pertanto, una componente predominante, che caratterizza la singola attività, ed una componente secondaria, che riveste un ruolo che si potrebbe definire sussidiario o accessorio, con la conseguenza che un'attività potrà essere qualificata materiale o intellettuale a seconda di quale componente rivesta un ruolo centrale e quale un ruolo sussidiario.

L'attività svolta dalle agenzie di *rating* del credito, ossia l'attività di classamento del merito creditizio di

emittenti ed emissioni, è un'attività in cui chiaramente prevale la componente intellettuale, data dall'analisi delle informazioni e dalla conseguente elaborazione di un giudizio di sintesi sull'affidabilità creditizia dell'entità valutata. Seguendo l'impostazione tradizionale, che qualifica come pericolose attività in cui predomina la componente materiale, ne consegue la impossibilità di ricondurre la responsabilità delle agenzie di *rating* all'interno della categoria della responsabilità per esercizio di attività pericolose. Una nuova impostazione sembra, tuttavia, stia emergendo a livello dottrinale (e forse anche un primo cenno possiamo rinvenire a livello legislativo), in base alla quale anche attività prevalentemente o squisitamente intellettive possono assumere quel connotato di pericolosità intrinseca che permetterebbe di applicare loro la disciplina di cui all'art. 2050 cod. civ.. Si tratta di una tendenza sensibile ai mutamenti (sociali, tecnologici ed economici) intervenuti; una tendenza che, a parere di chi scrive, merita approvazione ed incoraggiamento, in quanto accoglie esigenze che certamente il codificatore del 1942 non poteva immaginare sarebbero emerse, ma che oggigiorno esistono e si fanno sempre più pressanti.

Nel corso dei successivi paragrafi si analizzeranno le tendenze recentemente emerse alle quali si è fatto testè cenno, cercando di ricondurle ad un disegno unitario. In particolare, si seguirà il seguente *iter* argomentativo. Si farà, innanzitutto, riferimento alla disciplina sul trattamento dei dati personali, per appurare se tale normativa possa costituire il *trait-d'union* tra la concezione dell'attività pericolosa in termini di attività meramente materiale e la nuova concezione dell'attività pericolosa in termini di attività (anche) intellettuale. Si richiameranno, poi, le varie voci dottrinali che propongono di estendere l'operatività dell'art. 2050 cod. civ. al di là dei

confini tradizionali, includendo nuove tipologie di attività tra quelle considerate pericolose. Giunti a questo punto, si tireranno le fila del discorso, delineando una proposta interpretativa dell'art. 2050 cod. civ. che sia coerente con gli indici normativi rinvenibili nel nostro ordinamento e consona alle nuove esigenze emerse nella società odierna. Infine, si verificherà se l'attività delle agenzie di *rating* possa essere ricondotta nell'alveo dell'art. 2050 cod. civ., nella versione risultante a seguito dell'interpretazione svolta.

3.2.1. La responsabilità per trattamento di dati: il *trait-d'union* tra attività pericolosa “materiale” e attività pericolosa “intellettiva”?

Il trattamento di dati personali⁵³⁶ è un'attività estremamente delicata, oggi disciplinata dal Titolo III della Parte I del d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196 (“Codice in materia di protezione dei dati personali”, d'ora in avanti “Codice della privacy”).

⁵³⁶ Ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. a) e b) del d.lgs. 196 del 2003, deve intendersi per “trattamento” «qualunque operazione o complesso di operazioni, effettuati anche senza l'ausilio di strumenti elettronici, concernenti la raccolta, la registrazione, l'organizzazione, la conservazione, la consultazione, l'elaborazione, la modificazione, la selezione, l'estrazione, il raffronto, l'utilizzo, l'interconnessione, il blocco, la comunicazione, la diffusione, la cancellazione e la distruzione di dati, anche se non registrati in una banca di dati», e per “dato personale” «qualunque informazione relativa a persona fisica, identificata o identificabile, anche indirettamente, mediante riferimento a qualsiasi altra informazione, ivi compreso un numero di identificazione personale».

L'art. 15, comma 1 (rubricato "Danni cagionati per effetto del trattamento") del d.lgs. n. 196 del 2003 recita: «Chiunque cagiona danno ad altri per effetto del trattamento di dati personali è tenuto al risarcimento ai sensi dell'articolo 2050 del codice civile»⁵³⁷. Tale disposizione riproduce testualmente l'art. 18 della l. 31 dicembre 1996, n. 675⁵³⁸ ("Tutela delle persone e di altri soggetti rispetto al trattamento dei dati personali"), abrogata dall'articolo 183 del d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196⁵³⁹. Data l'identità delle due norme (quella attualmente

⁵³⁷ Il secondo comma, che ai fini del presente lavoro non interessa, fa riferimento alla risarcibilità del danno non patrimoniale e recita: «Il danno non patrimoniale è risarcibile anche in caso di violazione dell'articolo 11 [Modalità del trattamento e requisiti dei dati]». Tale comma riproduce il contenuto dell'art. 29, comma 9 della l. n. 675 del 1996.

Oltre alla sanzione civilistica del risarcimento del danno, il d.lgs. n. 196 del 2003 prevede, in caso di violazione delle norme sulla tutela dei dati personali, anche sanzioni di tipo amministrativo (artt. 161-166) e penale (artt. 167-172).

⁵³⁸ Sull'*iter* legislativo che ha condotto all'emanazione della legge n. 675 del 1996 (con uno sguardo particolare sull'art. 18) si veda COMANDÈ G., *op. cit.*, p. 374; SICA S., *Art. 18 (Danni cagionati per effetto del trattamento di dati personali)*, in *La tutela dei dati personali: commentario alla l. 675/1996*, E. Giannantonio-M.G. Losano-V. Zeno Zencovich, 2^a ed., Cedam, Padova, 1999, pp. 246 s..

⁵³⁹ La legge 31 dicembre 1996, n. 675, prima, ed il d.lgs. n. 196 del 2003, dopo, hanno provveduto a dare attuazione alla direttiva comunitaria 95/46/CE del 24 ottobre 1995 (Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati). In particolare, l'art. 23 della direttiva (Responsabilità) così recita:

«1. Gli Stati membri dispongono che chiunque subisca un danno cagionato da un trattamento illecito o da qualsiasi altro atto

in vigore e quella abrogata), nel prosieguo della trattazione si farà riferimento indifferentemente all'una ed all'altra.

Legittimato passivo all'azione di risarcimento dei danni cagionati per effetto del trattamento di dati personali è "chiunque", ossia qualsiasi soggetto che, per effetto del trattamento, abbia cagionato o concorso a cagionare il danno; si tratta, dunque, di un illecito atipico, come quello di cui all'art. 2043 cod. civ.^{540 541}. Anche la nozione di

incompatibile con le disposizioni nazionali di attuazione della presente direttiva abbia il diritto di ottenere il risarcimento del pregiudizio subito dal responsabile del trattamento.

2. Il responsabile del trattamento può essere esonerato in tutto o in parte da tale responsabilità se prova che l'evento dannoso non gli è imputabile».

La dottrina ha sottolineato come nel testo dell'art. 23 della Direttiva CE la scelta del legislatore comunitario circa l'individuazione del soggetto passivo apparisse diversa (più restrittiva) rispetto a quella accolta dal legislatore nazionale: sul punto si rinvia a BRAVO F., *Regole generali applicabili a tutti i trattamenti di dati personali*, sezione I del capitolo *Le condizioni di liceità del trattamento di dati personali*, in *Il Codice in materia di protezione dei dati personali. Commentario sistematico al D.Lgs. 30 giugno 2003 n. 196*, a cura di J. Monducci-G. Sartor, Cedam, Padova, 2004, p. 61, nt. 90. Sulle differenze tra normativa comunitaria e normativa nazionale si veda altresì COMANDÈ G., *op. cit.*, pp. 370 ss..

⁵⁴⁰ Circa i tentativi di parte della dottrina di operare in via interpretativa una tipizzazione del soggetto tenuto al risarcimento del danno si rinvia a BRAVO F., *op. cit.*, pp. 61 ss.. Sull'individuazione del soggetto passivo si rinvia inoltre a GRITTI F., in *Il codice del trattamento dei dati personali*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Giappichelli, Torino, 2007, p. 156; BERLINGIERI M., *op. cit.*, § 1(l'A. fa riferimento all'art. 18 dell'abrogata legge n. 675 del 1996, il cui contenuto però, come si è detto, è stato ripreso dall'art. 15 della l. n. 196 del 2003).

legittimato attivo viene comunemente intesa in senso ampio, come «chiunque abbia subito un danno per effetto del trattamento dei dati personali»⁵⁴², propri (se il danneggiato coincide con l' "interessato") od altrui (se il danneggiato non coincide con l' "interessato")⁵⁴³).

Tale responsabilità viene qualificata da taluni come extracontrattuale⁵⁴⁴, da altri viene collocata nell'area

⁵⁴¹ Tuttavia «[s]otto altro profilo va rilevato che la nozione di "trattamento" (...), prevista in maniera esplicita dal dettato normativo (seppur da taluni considerata non esaustiva), conduce a ritenere che la responsabilità per danni cagionati per effetto del trattamento dei dati personali sia un illecito civile a condotta tipizzata, diversamente da quanto risulta dall'art. 2043 c.c., il quale, a voler aderire alla tesi che considera l'ingiustizia del danno come clausola generale, si presenta come la reazione dell'ordinamento giuridico alla violazione del principio del *neminem laedere*. La tipizzazione operata nella legislazione speciale, tuttavia, appare comunque ampia, atteso che la nozione legislativa di trattamento, già di per sé molto estesa, è stata arricchita dall'interpretazione estensiva di talune pronunce giurisprudenziali, le quali hanno portato ad applicare le norme della L. 675/96, confluita nel Codice, anche alle fattispecie in cui non era dato ravvisare la presenza di una banca dati» (BRAVO F., *op. cit.*, p. 63).

⁵⁴² BRAVO F., *op. cit.*, p. 65, al quale si rinvia per ulteriori approfondimenti sul punto.

⁵⁴³ Si pensi, ad esempio, al danno derivante dal trattamento di dati concernenti le persone decedute (BUTTARELLI G., *Banche dati e tutela della riservatezza. La privacy nella Società dell'Informazione*, Giuffrè, Milano, 1997, p. 352, nt. 445).

⁵⁴⁴ R. D'ARRIGO, in *Codice in materia di protezione dei dati personali. Commento articolo per articolo al testo unico sulla privacy, D.lgs. 30 giugno 2003, n. 196*, a cura di G. Cassano e S. Fadda, Ipsoa, 2004, pp. 122-123, che parla di «una peculiare ipotesi di responsabilità extracontrattuale»; SICA S., *op. cit.*, p. 248, il quale afferma che «pare agevole sostenere che l'area coperta dall'art. 18 l. n. 675/96 sia quella dell'illecito extracontrattuale.

intermedia tra il torto civile e la responsabilità da contratto⁵⁴⁵; ove sia presente un titolo contrattuale tra danneggiante e danneggiato, la responsabilità contrattuale potrà ovviamente essere fatta valere in via alternativa a o cumulativa con quella extracontrattuale⁵⁴⁶.

In caso di danni derivanti dal trattamento di dati personali trova dunque applicazione la norma di cui all'art. 2050 cod. civ., espressamente richiamata prima dall'art. 18 della l. n. 675 del 1996 ed ora dall'art. 15 del d.lgs. n. 196 del 2003⁵⁴⁷. Di conseguenza, la prova liberatoria consisterà

Depone in questo senso – ove ve ne fosse bisogno – l'esplicito richiamo all'art. 2050 cod. civ. e, dunque, al sistema della regola aquiliana».

⁵⁴⁵ Cfr. CIRILLO G.P., *La tutela della privacy nel sistema del nuovo codice sulla protezione dei dati personali. Tutela civile – in via amministrativa – penale*, Cedam, Padova, 2004, p. 82: «La presenza di una norma specifica (...) non impone certo che il tipo di responsabilità da trattamento illegittimo sia da considerarsi assimilabile a quello extracontrattuale *tout court*. Soprattutto in considerazione del fatto che vi è un procedimento in atto, preceduto dal consenso al trattamento, e quindi vi è già stato un “contatto” giuridicamente qualificato, non potendosi ritenere che tale consenso sia finalizzato alla conclusione di un contratto in senso tecnico», e p. 87: «la semplice presenza del trattamento, in quanto procedimento di utilizzazione trasversale, comporta l'impossibilità di risolvere il problema della natura della responsabilità in termini di semplice responsabilità aquiliana».

⁵⁴⁶ Cfr. SICA S., *op. cit.*, p. 248: «Resta, ovviamente, fermo che il danneggiato, che possa, altresì, avvalersi di un titolo contrattuale, disponga della relativa azione, in alternativa o in cumulo – ove ve ne siano i presupposti – con l'azione extracontrattuale: si pensi al trattamento dei dati effettuato sulla base di un preciso accordo contrattuale e nell'esercizio di un'attività d'impresa o di una prestazione di servizi».

⁵⁴⁷ Il richiamo alla responsabilità da attività pericolose non è giunto inaspettato, in quanto «già prima dell'approvazione della disciplina

nella dimostrazione, da parte del presunto danneggiante, di aver adottato «tutte le misure idonee ad evitare il danno», così come richiesto dall'art. 2050 cod. civ.⁵⁴⁸.

Prima di approfondire la questione che qui più interessa (ossia la possibilità o meno di considerare l'attività di trattamento dei dati come vera e propria attività pericolosa *ex art. 2050 cod. civ.*), non ci si può esimere dallo svolgere qualche considerazione preliminare in merito al rapporto tra la normativa in commento (*i.e.* Codice della privacy) e l'attività di trattamento ed elaborazione dei dati svolta dalle agenzie di *rating* del credito. Va, difatti, ricordato come anche le società di *rating* utilizzino dati personali; si tratta, in particolare, dei dati economici degli emittenti, che vengono utilizzati a fini

in commento la dottrina aveva segnalato la possibilità/opportunità di applicare l'art. 2050 c.c. al getsore di banche dati. La nozione di attività pericolosa era stata collegata all'incolumità delle persone, grazie alle allusioni all'incolumità fisica contenute nel codice civile in riferimento alla locuzione *pericolo* (*ex 1447 c.c.*) e poi interpretata in modo estensivo» (COMANDÈ G., *op. cit.*, p. 383).

Ulteriori riferimenti bibliografici si trovano in SARESELLA W., in AA.VV., *Codice della privacy. Commento al Decreto Legislativo 30 giugno 2003, n. 196 aggiornato con le più recenti modifiche legislative*, tomo I, Giuffrè, Milano, 2004, p. 214; CARUSI D., *La responsabilità*, in *La disciplina del trattamento dei dati personali*, a cura di V. Cuffaro e V. Ricciuto, Giappichelli, Torino, 1997, p. 374, nt. 80.

⁵⁴⁸ Il legislatore ha espressamente previsto delle “misure di sicurezza”, che si dividono in due categorie: le misure minime (in precedenza contenute nel regolamento adottato con il d.P.R. 28 luglio 1999, n. 318) e le misure idonee (art. 15, comma 1 legge n. 675 del 1996).

Circa il rilievo che l'adozione o la disapplicazione di tali categorie di misure assumono rispetto alla prova liberatoria che può essere fornita dall'esercente si rinvia a COMANDÈ G., *op. cit.*, pp. 375 ss.; BERLINGIERI M., *op. cit.*.

di classamento del merito creditizio dell'emittente stesso o dei suoi prodotti finanziari. Con ragionamento riferito alle agenzie di informazione, ma estensibile anche alle attuali agenzie di *rating* del credito (che in qualche modo dalle primigenie agenzie di informazione discendono), è stato affermato che «[t]ali agenzie (...) espongono il titolare delle informazioni economiche trattate, persona fisica o giuridica, a rischi notevoli incidenti soprattutto sulla sua reputazione economica e sull'onore nonché sul diritto alla privacy della persona fisica o giuridica stessa»⁵⁴⁹. Coerentemente, anche «[l]e agenzie di *rating* sono (...) ricomprese tra i soggetti che, in quanto utilizzano i dati personali per finalità di rilevante interesse pubblico, sono destinatari di una speciale autorizzazione del garante per la protezione dei dati personali in merito al trattamento di dati a carattere giudiziario»⁵⁵⁰.

Insomma, ove l'agenzia di *rating* cagioni danno all'emittente per effetto del trattamento non corretto dei suoi dati personali, la stessa sarà tenuta al risarcimento ai sensi dell'art. 15 Codice privacy⁵⁵¹. In tal caso il ricorso alla disciplina dettata dall'art. 2050 cod. civ. risulterebbe, per l'emittente, agevolato rispetto all'ipotesi di responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti dei terzi investitori, in quanto non vi sarebbe

⁵⁴⁹ PANETTA R., *op. cit.*, p. 607.

⁵⁵⁰ SCARONI C., *op. cit.*, p. 784.

⁵⁵¹ Cfr. Regolamento CE n. 1060/2009, Considerando n. 36: «Il presente regolamento fa salvo il dovere delle agenzie di *rating* del credito di tutelare il diritto alla vita privata delle persone fisiche per quanto riguarda il trattamento dei dati personali ai sensi della direttiva 95/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 ottobre 1995, relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati».

nemmeno bisogno di qualificare l'attività dell'agenzia di *rating* come "pericolosa", essendo possibile *de plano* il ricorso all'art. 2050 cod. civ. per il tramite dell'art. 15 del d.lgs. n. 196 del 2003. La possibilità, da parte dell'attore-emittente, di giovare di tale ultima disposizione trova ulteriore conferma nelle considerazioni svolte dalla dottrina in materia di responsabilità dell'informatore: «In tale fattispecie, infatti, l'attore può anche giovare di una disposizione di carattere generale, l'art. 15 del d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196 (Codice in materia di protezione dei dati personali), che sancisce espressamente la responsabilità civile dell'informatore per illecito trattamento di dati personali, dovendosi far rientrare in tale espressione anche l'ipotesi in cui vi sia una diffusione nei confronti del pubblico di informazioni di natura economica non corrette, con conseguente lesione dell' "identità personale" del titolare dei dati personali, intesa come interesse alla circolazione di dati esatti sul proprio conto. L'art. 15 del Codice della *Privacy*, perciò, conferma la natura ingiusta del danno da lesione della reputazione economica, già da tempo affermata dalla giurisprudenza proprio con riguardo all'attività informativa di natura giornalistica»⁵⁵². Tale tesi è stata avanzata con riferimento al danno cagionato alla vittima di informazioni giornalistiche errate, ma, essendo anche il *rating* un'informazione (di carattere economico), si ritiene non vi siano difficoltà nell'estenderla al danno cagionato alla vittima della diffusione di un *rating* errato, anch'esso capace di ledere la reputazione economica dell'entità oggetto della valutazione.

⁵⁵² DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 305-306.

Occorre, infine, analizzare la problematica che più interessa. Il punto nodale della questione è costituito dal rinvio dell'art. 15 del Codice della privacy (e già prima dell'art. 18 della l. n. 675 del 1996) all'art. 2050 cod. civ.. Il problema nasce dal fatto che la formula utilizzata dal legislatore presenta delle ambiguità, che lasciano spazio a varie e differenti interpretazioni⁵⁵³. Dalla sola lettura della norma, infatti, non è dato intendere se il trattamento di dati debba semplicemente essere disciplinato *alla stregua* di un'attività pericolosa oppure se sia *esso stesso* qualificabile come attività pericolosa⁵⁵⁴.

Secondo un primo orientamento⁵⁵⁵, il trattamento dei dati sarebbe stato trattato dal legislatore *alla stregua* di

⁵⁵³ Cfr. ZIVIZ P., *Trattamento dei dati personali e responsabilità civile: il regime previsto dalla legge 675/96*, in *Resp. civ. e prev.* 1997, 5-6, p. 1298: «il legislatore ha preferito rinviare ad una regola codicistica, scegliendo di applicare al trattamento dei dati personali il regime previsto dall'art. 2050 c.c. Ma in che termini operi tale richiamo non è molto semplice chiarire, a fronte dell'ambigua formulazione tecnica prescelta per l'art. 18».

⁵⁵⁴ Per una panoramica dei diversi orientamenti dottrinali in materia si rinvia anche a NIGER S., *Le nuove dimensioni della privacy: dal diritto alla riservatezza alla protezione dei dati personali*, Cedam, Padova, 2006, pp. 140 ss.; BRAVO F., *op. cit.*, pp. 63 ss.; SCALISI A., *Il diritto alla riservatezza. Il diritto all'immagine, il diritto al segreto, la tutela dei dati personali, il diritto alle vicende della vita privata, gli strumenti di tutela*, Giuffrè, Milano, 2002, pp. 550 ss.; SUPPA M.P., *La tutela risarcitoria*, in *Privacy*, a cura di A. Clemente, Cedam, Padova, 1999, pp. 734 ss.; ZIVIZ P., *Trattamento dei dati personali e responsabilità civile: il regime previsto dalla legge 675/96*, cit., pp. 1298 ss..

Con riferimento alla possibilità o meno di considerare l'informatica alla stregua di un'attività pericolosa cfr. BUTTARELLI G., *op. cit.*, p. 350, nt. 437.

⁵⁵⁵ Cfr. COMANDÈ G., *op. cit.*, p. 380, secondo il quale il rinvio all'art. 2050 cod. civ. «non può significare senz'altro la

un'attività pericolosa, ma non costituirebbe un'attività pericolosa vera e propria. Il legislatore non avrebbe, dunque, inteso qualificare il trattamento di dati come attività pericolosa in sé e per sé, ma solamente estendergli *per relationem* il regime probatorio di cui all'art. 2050 cod. civ. (ossia presunzione di colpa a carico del danneggiante e conseguente inversione dell'onere probatorio). Il richiamo alla norma codicistica fungerebbe, pertanto, da mero collegamento *per relationem* al regime probatorio previsto dall'art. 2050 cod. civ., non valendo invece a classificare come pericolosa l'attività di trattamento dei dati.

Secondo altro orientamento⁵⁵⁶, il rinvio operato dall'art. 15 del Codice della privacy all'art. 2050 cod. civ.

classificazione dell'attività di trattamento come attività pericolosa: vi avrebbe provveduto la legge direttamente senza l'inutile *fiction* del rinvio»; GRITTI F., *op. cit.*, p. 159; FRANZONI M., *Dati personali e responsabilità civile*, cit., p. 902, il quale dubita «che colui che tratti dati sia stato equiparato a chi esercita l'attività di produttore di polveri da sparo, di produttore di bombole di gas liquido, o di un imprenditore chimico o farmaceutico. Sono propenso a ritenere che il rinvio all'art. 2050 c.c. serva ad invocare la ormai consolidata interpretazione della norma sul punto della prova liberatoria dalla responsabilità»; ALPA G., *La normativa sui dati personali. Modelli di lettura e problemi esegetici*, in *Dir. dell'informazione e dell'informatica* 1997, 4-5, p. 722, secondo il quale «[i]l riferimento all'art. 2050 cod. civ. introduce un regime speciale di responsabilità circoscritto al trattamento dei dati; ma il richiamo a questa disposizione implica non tanto una qualifica del trattamento di dati personali in termini di "attività pericolosa", quanto piuttosto l'applicazione a questa attività delle regole di inversione dell'onere della prova e di limitazione della prova previste dall'art. 2050 cod. civ., che si risolvono sostanzialmente nella imposizione al danneggiante di una responsabilità presunta».

⁵⁵⁶ In dottrina considerano l'attività di trattamento dei dati una vera e propria attività pericolosa, tra gli altri, COMPORTI M., *op. cit.*, p.

253, che considera più convincente la tesi secondo cui l'attività di trattamento dei dati è intrinsecamente pericolosa «dal momento che l'ordinamento, nella sua evoluzione, ha sempre più considerato e tutelato i diritti fondamentali della persona, e che la norma di cui all'art. 2050 non può limitarsi al risarcimento dei soli danni patrimoniali»; DEL NINNO A., *La tutela dei dati personali. Guida pratica al Codice della privacy (d.lgs. 30.6.2003, n. 196)*, Cedam, Padova, 2006, p. 829 (ove si legge: «In sostanza, si potrebbe per assurdo affermare che il trattamento di dati personali è parificato al possesso di un'arma: al di là del paradosso, l'elemento fondamentale da segnalare è che il Legislatore ritiene il "trattamento di dati personali" per sua natura o per la natura dei mezzi adoperati (es. strumenti elettronici) di per se stesso, sempre e comunque, un'attività "pericolosa"»); NIGER S., *op. cit.*, pp. 145-146, il quale afferma che «[s]e si riflette sull'importanza assegnata all'adozione di sistemi di sicurezza dal legislatore, il quale ha ravvisato l'esistenza di un illecito penale per l'omessa adozione di misure minime, e sul fatto che l'adozione delle misure minime, pur indicate a livello normativo, non valga a esonerare dalla responsabilità per i danni cagionati da trattamento di dati personali, può trovare conferma la tesi della pericolosità dell'attività di trattamento. In tale prospettiva il richiamo all'art. 2050 c.c. vale a determinare non solo la disciplina applicabile, ma anche a riconoscere il carattere pericoloso dell'attività di trattamento. Per meglio comprendere la potenzialità dannosa correlata a tale attività occorre por mente all'art. 2 del Codice, ai sensi del quale il trattamento dei dati personali deve svolgersi nel rispetto dei diritti e delle libertà fondamentali, nonché della dignità dell'interessato, con particolare riferimento alla riservatezza, all'identità personale e al diritto alla protezione dei dati personali. È proprio la definizione delle finalità della legge che rende evidente quale sia il rischio tipico dell'attività di trattamento di dati, ossia il pericolo di ledere posizioni personali dell'interessato. L'attività di trattamento dei dati può essere considerata pericolosa, ai fini dell'applicazione dell'art. 2050 c.c., per sua natura, in relazione al rischio che essa presenta di ledere i diritti fondamentali dell'interessato»; CIRILLO G.P., *op. cit.*, pp. 101 ss. (in particolare, a p. 105 si legge: «In altri termini, se sinora l'attività pericolosa di cui all'art. 2050 c.c. è stata

sostanzialmente identificata con l'attività materiale posta in essere nell'esercizio dell'attività d'impresa sostanzialmente lesiva del diritto all'integrità fisica della persona, d'ora innanzi si potrà ritenere che la combinazione normativa in esame comporta che anche l'attività giuridica costituita dal "trattamento" dei dati abbia una predisposizione naturale a mettere in pericolo il diritto all'integrità morale della persona. Pertanto in astratto è attività pericolosa anche quella giuridica. Il "trattamento" costituisce attività pericolosa poiché è "naturalmente" predisposto a ledere la tipologia dei diritti fondamentali della persona diversi da quelli che attengono alla sfera fisica»); R. D'ARRIGO, *Art. 15. Danni cagionati per effetto del trattamento*, in *Codice in materia di protezione dei dati personali. Commento articolo per articolo al testo unico sulla privacy D.lgs. 30 giugno 2003, n. 196*, a cura di G. Cassano e S. Fadda, Ipsoa, 2004, p. 123 parla di tipizzazione di una nuova attività pericolosa, e a sua volta cita E. GIANNANTONIO, *Manuale di diritto dell'informatica*, 3^a ed., I, Padova, 2001, p. 91; BRAVO F., *op. cit.*, p. 65 («Ragionando sull'accortezza usata dal legislatore nel disciplinare l'adozione delle misure di sicurezza, fino a ravvisare l'esistenza di un illecito penale per l'omessa adozione di misure minime, ed, infine, riflettendo anche sul rilievo che l'adozione delle misure minime, pur normativamente indicate, non valga a liberare dalla responsabilità per i danni cagionati da trattamento di dati personali, sembra possa rinvenirsi una conferma alla tesi della "pericolosità" dell'attività di trattamento, di modo che il richiamo all'art. 2050 c.c. varrebbe non solamente a determinare la disciplina applicabile, ma anche a riconoscere il carattere "pericoloso" dell'attività di trattamento. Trattasi di pericolosità non solo per la natura dell'attività, ma anche e soprattutto per la natura dei mezzi impiegati laddove si ricorra a strumenti informatici per l'elaborazione dei dati. Si noti che il rischio di lesione non riguarda l'integrità fisica del soggetto, ma l'integrità del diritto "alla personalità", del quale costituiscono parte integrante sia il diritto alla riservatezza ed all'identità personale, sia il diritto alla libertà informatica ed alla protezione dei dati personali, annoverabili come diritti di nuovissima generazione»); SCALISI A., *op. cit.*, pp. 553 ss.; SICA S., *op. cit.*, pp. 249 s.; BUTTARELLI G., *op. cit.*, p. 350, nt. 437, p. 350, secondo il

sarebbe indice dell'intenzione del legislatore di qualificare come pericolosa l'attività di trattamento dei dati. Il trattamento di dati costituirebbe, dunque, attività naturalmente ed intrinsecamente pericolosa, sia per sua natura sia per la natura dei mezzi adoperati, in quanto connotata da un notevole grado di rischio e potenzialmente idonea ad arrecare serio pregiudizio a diritti fondamentali della persona, quali il diritto alla riservatezza ed il diritto all'identità personale⁵⁵⁷, esponendo il soggetto a conseguenze pregiudizievoli estremamente rilevanti. Molteplici sono, difatti, i pericoli potenziali nei quali può incorrere l'interessato a seguito del trattamento dei suoi dati personali: «dalla schedatura in archivi a fini di profilazione commerciale, alla possibilità di registrazione di dati inesatti o non veritieri, nonché di diffusione di particolari categorie di informazioni. Tali minacce assumono una veste ancora più preoccupante se si considerano i possibili danni derivanti dalla circolazione,

quale «[s]ebbene non constino precedenti specifici circa l'applicabilità alle banche dati del medesimo art. 2050, sarebbe stato possibile demandare l'argomento all'interprete, richiamando la predetta giurisprudenza [in materia di responsabilità *ex art.* 2050 cod. civ.: ndr] nei lavori preparatori. Tuttavia, per chiarezza rispetto alla direttiva ed agli operatori stranieri, il legislatore ha preferito dirimere le eventuali incertezze interpretative ed ha qualificato il trattamento dei dati personali come un' "attività pericolosa" », ed alla pagina successiva (p. 351) afferma: «Questa regola [art. 18 l. n. 675 del 1996: ndr] non va vista in chiave di sfiducia per l'informatica e per l'informazione: essa sta a significare, piuttosto, che il trattamento dei dati personali ha un'utilità sociale tale da porre in secondo piano la sua naturale propensione a produrre danni»; ZIVIZ P., *Trattamento dei dati personali e responsabilità civile: il regime previsto dalla legge 675/96*, cit., pp. 1298 ss..

⁵⁵⁷ Cfr. CIRILLO G.P., *op. cit.*, pp. 104-105.

dalla vendita o dall'utilizzazione dolosa di tali informazioni»⁵⁵⁸. Quanto ai mezzi adoperati, va considerato che l'attività di raccolta ed utilizzo dei dati viene svolta in via preminente con l'ausilio di strumenti ed apparecchiature informatiche⁵⁵⁹, che aumentano enormemente sia le potenzialità d'uso che (conseguentemente) le potenzialità lesive.

A seconda della soluzione prescelta, varia l'area della responsabilità per trattamento di dati⁵⁶⁰.

Si ritiene che l'ultima delle interpretazioni proposte meriti accoglimento. Oltre alle motivazioni già autorevolmente proposte dalla citata dottrina, un'ulteriore osservazione, sebbene non dirimente, potrebbe contribuire a suffragare la tesi qui accolta. Il testo dell'art. 2050 cod. civ. non è particolarmente articolato e/o complesso e la sua lunghezza è ridotta: a quale *pro* il legislatore avrebbe dovuto richiamare tale disposizione per introdurre una semplice inversione dell'onere della prova? Perché citare l'art. 2050 cod. civ. nel corpo del Codice della privacy anziché disporre semplicemente che l'onere della prova in ordine all'insussistenza dell'elemento soggettivo incombe in capo al presunto danneggiante, ove non si ritenesse di considerare il trattamento di dati una vera e propria attività pericolosa⁵⁶¹?

⁵⁵⁸ NIGER S., *op. cit.*, p. 140, nt. 91.

⁵⁵⁹ I *manual data*, ossia i dati contenuti in materiale cartaceo, esistono ancora, ma tendono sempre più ad essere sostituiti dai dati raccolti su supporti di tipo informatico.

⁵⁶⁰ Cfr. ZIVIZ P., *Trattamento dei dati personali e responsabilità civile: il regime previsto dalla legge 675/96*, cit., p. 1301.

⁵⁶¹ In tal senso CIRILLO G.P., *op. cit.*, p. 104: «ove il legislatore si fosse voluto limitare ad imporre la regola dell'inversione dell'onere della prova lo avrebbe potuto fare direttamente senza ricorrere alla richiamata disposizione. Sicché, applicando la regola ermeneutica

La presunzione di colpa in capo al danneggiante con conseguente inversione dell'onere probatorio è opzione che il legislatore ha prescelto anche in altre sedi, ma mai facendo ricorso alla norma di cui all'art. 2050 cod. civ..

Se si accoglie la tesi (che si ritiene preferibile) da ultimo esposta, per cui il trattamento di dati configura una vera e propria attività pericolosa, si può considerare dimostrata l'affermazione secondo cui anche attività non strettamente "materiali" possono assumere quel connotato di pericolosità intrinseca che giustifica l'applicazione della norma di cui all'art. 2050 cod. civ.. Se, al contrario, si accoglie la tesi contrapposta, l'assunto propugnato resta, per il momento, indimostrato.

Occorre allora richiamare le opinioni della dottrina che hanno recentemente qualificato come "pericolose" attività caratterizzate da una bassissima componente materiale; esse avvaloreranno ulteriormente (ove si propenda per la tesi qui accolta) oppure offriranno finalmente la dimostrazione (ove si preferisca la tesi contrapposta) che anche attività sensibilmente diverse da quelle tradizionali "materiali" possono generare una responsabilità che ricade nell'ambito della tutela offerta dall'art. 2050 cod. civ..

basilare secondo cui ove non vi sia impossibilità giuridica la norma va interpretata nella sua massima espansione possibile, a noi sembra che se si guarda alla sostanza delle cose non si può non ritenere che il "trattamento" di dati personali sia pericoloso in sé e, quindi, che il collegamento tra l'art. 15 e l'art. 2050 vada ben oltre la riduttiva lettura che ne limita la portata alla semplice inversione dell'onere della prova».

3.2.2. Le nuove attività pericolose individuate dalla dottrina

Negli ultimi decenni varie voci in dottrina hanno sostenuto la possibilità di fare ricorso alla disciplina sulla responsabilità per l'esercizio di attività pericolose anche con riferimento ad ipotesi tradizionalmente non considerate tra quelle ricomprese nell'area di operatività della norma di cui all'art. 2050 cod. civ..

Le fattispecie individuate dagli Autori sono diverse, ma sono riconducibili a due categorie principali: i) una attiene al danno da informazioni economiche ed all'area del mercato dei capitali in generale, ii) l'altra alla responsabilità del certificatore.

Il riferimento a questi particolari ambiti non deve stupire. Quanto al primo, va ricordato come gli ultimi decenni abbiano visto un notevole sviluppo dei mercati finanziari nel nostro Paese, sviluppo al quale si è inevitabilmente accompagnato l'emergere di problematiche nuove e di nuove necessità. Quanto al secondo, va rilevato che l'attività di certificazione di firme digitali è relativamente "nuova", legata alla diffusione della tecnologia informatica.

Con riferimento alla prima delle summenzionate categorie, prima di passare in rassegna le varie opinioni dottrinali sorte in materia, occorre fare una breve premessa, per sgombrare il campo da possibili equivoci. In giurisprudenza si registrano pronunce che affermano che non può considerarsi pericolosa, agli effetti dell'art. 2050 cod. civ., l'attività bancaria⁵⁶². Come ha correttamente

⁵⁶² Cass. civ., sez. III, 11 marzo 1991, n. 2555, in *Giustizia Civile Massimario* 1991, fasc. 3, in *Foro it.* 1991, I, 2802, in *Risparmio* 1992, 181, in *Informazione previdenziale* 1992, 92 («Per attività

pericolose, in relazione al cui svolgimento l'art. 2050 c.c. stabilisce una presunzione di responsabilità a carico di chi le esercita, devono intendersi quelle che tali sono qualificate dalla legge di P.S. e da altre norme speciali come quelle sugli infortuni sul lavoro ed altresì quelle che abbiano insite la pericolosità nei mezzi adoperati e nella loro stessa natura, talché non può considerarsi pericolosa agli effetti dell'art. 2050 c.c. l'attività bancaria, perché i rischi cui sono esposti i clienti negli istituti di credito in relazione alle azioni di malviventi non derivano dalla natura dell'attività bancaria, potendo la stessa costituire soltanto l'occasione per tali rischi»; Cass. civ., sez. III, 2 febbraio 1983, n. 908, in *Giur. it.* 1985, I, 1, 527 («Non costituisce attività pericolosa l'esercizio dell'attività bancaria, non rientrando tra quelle qualificate tali dalle leggi di P.S. o da altre leggi speciali, nè presentando una intrinseca pericolosità per la sua natura o per la natura dei mezzi adoperati»); Tribunale Napoli, 5 marzo 1983, in *Diritto e giurisprudenza* 1985, 712 («Non è responsabile l'istituto di credito per danni subiti dai clienti nel corso di una rapina, sia poiché la responsabilità per cose in custodia ricorre solo quando la cosa è stata causa del danno, sia poiché l'esercizio del credito non può essere ritenuto attività pericolosa e sia, infine, poiché non può configurarsi colpa omissiva se non nei casi espressamente previsti dalla legge»); Corte Appello Genova, 21 febbraio 1980, in *Banca Borsa Titoli di Credito* 1980, 4, 465 (nota di M. BOUCHÈ) («Non è configurabile una responsabilità ex art. 2043 c.c. per omessa vigilanza dei propri locali a carico di una banca in cui sia avvenuta una rapina da cui siano derivati danni alla clientela. Non costituendo l'attività bancaria esercizio di attività pericolosa, non incorre nella responsabilità prevista dall'art. 2050 c.c. l'istituto di credito nei cui locali sia avvenuta una rapina da cui siano derivati danni alla clientela. Non è responsabile ex art. 2051 c.c. per danni derivanti alla clientela l'istituto di credito nei cui locali sia avvenuta una rapina, poiché l'evento dannoso non è riconducibile ad una trasgressione da parte della banca al dovere di sorveglianza dei propri locali ma è determinato da una causa autonoma»).

posto in luce la dottrina⁵⁶³, tali pronunce non sono ostantive all'affermazione dell'estensione dell'area di operatività della responsabilità *ex art. 2050 cod. civ.* a nuove attività (soprattutto finanziarie) intrinsecamente pericolose, in quanto nelle predette decisioni le Corti non sono state chiamate a pronunciarsi sulla pericolosità dell'attività bancaria in quanto tale, ma soltanto con riferimento ai danni cagionati ai clienti in occasione di rapine avvenute all'interno degli istituti di credito. Come rilevato dagli stessi giudici, i rischi cui sono esposti i clienti nei locali degli istituti di credito in relazione alle azioni di malviventi (rapine) non sono tipici dell'attività bancaria, potendo la stessa costituire soltanto l'occasione per tali rischi. In altri termini, l'attività bancaria non può essere qualificata come attività intrinsecamente pericolosa per il rischio che il cliente subisca una rapina all'interno dei locali dell'istituto di credito, poiché il rischio-rapina non è un rischio tipico e caratterizzante dell'attività bancaria in quanto tale. Si ricordi, infatti, che «occorre (...) che la responsabilità [da attività pericolose: ndr] sia fondata sul pericolo tipico, immanente oggettivamente in quella determinata attività: cioè occorre che l'evento sia in relazione al pericolo che l'attività presenta; altrimenti, del danno causato si risponde secondo le regole di diritto comune, e non secondo l'art. 2050»⁵⁶⁴. Chiarita l'inesistenza di opinioni giurisprudenziali di segno contrario, si può passare ad analizzare quali sono le “nuove” attività pericolose individuate dalla dottrina.

⁵⁶³ MAFFEIS D., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.* 2005, 3, p. 610; DE NOVA G., *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti* 2005, 7, p. 710.

⁵⁶⁴ COMPORTI M., *op. cit.*, p. 190.

Innanzitutto, come si è visto nel paragrafo precedente, pare ragionevole qualificare la circolazione di informazioni economiche in termini di attività pericolosa, in quanto la diffusione di informazioni economiche non corrette sul conto di un soggetto può cagionare a quest'ultimo un danno sia alla sua sfera personale (lesione del diritto alla riservatezza, all'onore, all'immagine, alla reputazione economica, etc.)⁵⁶⁵ sia alla sua sfera patrimoniale (perdita di occasioni favorevoli).

Ma il soggetto può patire un danno non soltanto in conseguenza delle informazioni economiche errate diffuse sul suo conto (vittima soggetto-oggetto dell'informazione), ma anche in conseguenza delle informazioni che gli vengono omesse o che gli vengono fornite in modo incompleto, ambiguo o comunque non adeguato (vittima soggetto-destinatario dell'informazione), soprattutto ove oggetto dell'attività informativa sia un bene (prodotto finanziario) particolarmente "pericoloso".

La prima dottrina che si è interrogata sulla possibilità di estendere la speciale fattispecie di responsabilità delineata dall'art. 2050 cod. civ. all'attività di intermediazione finanziaria e, in generale, al mercato degli investimenti ha risposto all'interrogativo in termini negativi o, quanto meno, dubitativi⁵⁶⁶. Ma accanto a questo

⁵⁶⁵ Cfr. PANETTA R., *op. cit.*, p. 605, il quale afferma che «la circolazione di informazioni economiche si delinea come un'attività estremamente delicata, quasi pericolosa, se si tiene conto anche soltanto dei continui rischi di violazione del diritto alla privacy in cui possono incorrere quanti trattano circolarmente dati economici».

⁵⁶⁶ PORTALE G.B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *L'informazione societaria, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, Giuffrè, Milano, 1982, pp. 1193 ss., che in realtà non fa espresso

riferimento all'art. 2050 cod. civ. ma, piuttosto, alla regola generale di responsabilità oggettiva basata sul rischio d'impresa ed alla tesi propugnatrice dello *standard* del rischio professionale, inteso come criterio di inversione dell'onere della prova. In termini dubitativi COLTRO CAMPI C., *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, UTET, Torino, 1991, pp. 85-86, che, con riferimento all'art. 13 (rubricato "Provvedimenti cautelari e sanzioni amministrative"), comma 10 della l. 2 gennaio 1991, n. 1 (che, prima di essere abrogato dall'art. 66 del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, recitava: «Nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti dallo svolgimento delle attività di cui all'art. 1, comma 1 [attività di intermediazione mobiliare: ndr], in violazione della presente legge, dei regolamenti, e delle disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza, spetta alla società o soggetto convenuti l'onere della prova di avere agito con la diligenza del mandatario»), afferma: «Il 10° e ultimo comma stabilisce per così dire una presunzione di colpa, e quindi di responsabilità, nei giudizi civili per risarcimento danni, promossi nei confronti delle SIM a seguito della loro attività, ove l'attività stessa sia stata svolta in violazione delle norme di legge o delle disposizioni dell'autorità di vigilanza. Al danneggiato pertanto incomberà l'onere di dimostrare il danno subito e la violazione delle norme da parte della SIM, che l'ha causato; alla SIM quello di dimostrare – oltre che l'eventuale inesistenza del danno, o della violazione, o del nesso di causalità tra violazione e danno – di avere usato – al limite anche nonostante le violazioni incorse, per quanto la cosa appaia molto difficile – la diligenza del mandatario, a sensi dell'art. 1176 c.c. Direi, tuttavia, nonostante la chiarezza e la opportunità stessa della norme, che, ove esista un rapporto contrattuale tra il cliente danneggiato e la SIM, nulla vi sia in essa di più rigoroso rispetto alla regola generale dell'art. 1218 c.c., che, di fronte all'inadempimento del debitore e al danno conseguente per il creditore, pone a carico del debitore la prova liberatoria della impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile; là dove la violazione delle norme di legge o degli organi di vigilanza è una causa di per sé imputabile, sembrando pressoché diabolica la prova dell'impossibilità, non dovuta a colpa, di rispettare le norme stesse, ove legittime. Viene anche fatto di pensare alla presunzione di colpa in materia

linea di pensiero più restittiva è andata ben presto ad affiancarsi una diversa linea di tendenza, più incline ad ampliare il novero delle attività che possono essere qualificate come intrinsecamente pericolose, sicché si può affermare che la letteratura appare sempre più propensa ad estendere l'ambito di operatività della responsabilità speciale per l'esercizio di attività pericolose⁵⁶⁷.

Procedendo in ordine cronologico, già agli inizi degli anni '80 del secolo scorso Ferrarini accoglie l'idea, suggerita dalla dottrina tedesca, che i valori mobiliari siano "merci pericolose"⁵⁶⁸. Nella prima metà degli anni '90 Scalisi si interroga sulla possibilità di applicare la norma di cui all'art. 2050 cod. civ. all'attività di intermediazione mobiliare, sottolineando la pericolosità intrinseca dei beni oggetto di tale attività⁵⁶⁹. Pochi anni più tardi, agli inizi del

extracontrattuale, quale prevista dall'art. 2050 c.c., anche se mi sembra difficilmente ipotizzabile, a proposito delle SIM, un danno non collegato ad un rapporto contrattuale».

⁵⁶⁷ Ma contraria all'assimilazione del danno da informazione al danno derivante dalle "merci pericolose" ex art. 2050 cod. civ. (nonché al danno da "prodotti difettosi") è ancora BRUNO S., *op. cit.*, pp. 1304 ss..

⁵⁶⁸ FERRARINI G., *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca borsa titoli di credito* 1982, 2, p. 232.

⁵⁶⁹ SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.* 1994, 3, p. 194: «non sarebbe da escludere *a priori* – a mio avviso – l'applicazione in questa area [doveri di informazione ed attività di intermediazione mobiliare: ndr] dell'art. 2050 c.c. (responsabilità per l'esercizio di attività pericolose), stante – come si è dimostrato – la intrinseca "pericolosità" dei beni oggetto dell'attività di intermediazione mobiliare: il che comporterebbe forse un regime probatorio ancora più favorevole all'investitore danneggiato. E però la chiara opzione legislativa, la previsione di un ben individuato e preciso dovere di

XXI secolo, Franzoni afferma di aver ricevuto l'impressione che il revisore svolga un'attività pericolosa⁵⁷⁰. Si sofferma poi sulla questione De Nova, che ritiene che meriti di essere tenuta in considerazione l'ipotesi di applicare la norma di cui all'art. 2050 cod. civ. con riferimento alla attività svolta dagli operatori finanziari⁵⁷¹. Nel 2005 Maffeis ritiene che i tempi siano

informazione e la natura stessa del rapporto che nella rappresentazione legislativa deve legare l'investitore all'intermediario rendono difficilmente ipotizzabile l'approdo aquiliano».

⁵⁷⁰ FRANZONI M., *Responsabilità delle società di revisione*, cit., p. 110.

⁵⁷¹ DE NOVA G., *op. cit.*, pp. 709-710.: «È un'ipotesi che va considerata, tenuto conto che oggi il novero delle ipotesi in cui si riconosce l'esercizio di attività pericolosa è in corso di ampliamento sia ad opera del legislatore, che richiama l'art. 2050 Codice civile in relazione al trattamento di dati personali (art. 18, Legge 31 dicembre 1996, n. 675, oggi art. 15 D.Lgs. 30 giugno 2003, n. 196), sia ad opera della giurisprudenza che – da tempo abbandonata la tipizzazione legislativa delle ipotesi per proporre una tipizzazione giurisprudenziale – ha aggiunto di recente l'ipotesi, assai importante, della produzione e vendita di tabacchi. Una eventuale risposta affermativa sarebbe di chiaro vantaggio per i danneggiati, perché: (i) è “responsabilità oggettiva per danno evitabile” che sussiste qualora l'imprenditore non provi di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno: quel che conta è il fatto oggettivo che non sono state adottate tali misure, non la colpa o meno dell'imprenditore nel non averle adottate; (ii) l'ingiustizia del danno è *in re ipsa*; (iii) la prevedibilità del danno è *in re ipsa*; (iv) è sufficiente provare un nesso di causalità generico fra attività ed evento dannoso; (v) il principio del concorso di colpa *ex art. 1227* Codice civile è considerato applicabile, ma viene interpretato in modo restrittivo. Quanto al requisito dell'“esercizio”, osservo che l'operatore finanziario svolge un'attività, che è quella di gestire il risparmio e collocare prodotti finanziari. Il danno a terzi (i clienti), consistente nell'azzeramento del valore

maturi perché anche alla banca venga applicata, in occasione dell'attività di prestazione dei servizi di

dello strumento finanziario (i *bond*) o nella sua eccessiva onerosità (i derivati), si verifica quando l'attività di collocamento si è esaurita. Ma la nozione di esercizio dell'attività consente di comprendere tali danni: perché l'attività pericolosa "può perdurare anche una volta cessato il processo produttivo in senso tecnico, se la natura del pericolo insito nella cosa derivi da quella attività". Quanto al requisito dell'attività pericolosa, osservo quanto segue. Per attività "pericolose" si intendono quelle che introducono un particolare rischio di danno, sotto il profilo o della frequenza del danno o della sua gravità. Non vi sono precedenti quanto all'attività dell'operatore finanziario. Non costituiscono precedenti le lesioni edite che hanno escluso che l'attività bancaria sia attività pericolosa, perché si trattava di casi relativi non all'esercizio tipico dell'attività bancaria, bensì a danni ai clienti in occasione di rapine. L'attività può essere pericolosa per sua natura o per la natura dei mezzi adoperati. Nel caso dell'operatore finanziario non si può dire che l'attività di collocamento sia per sua natura pericolosa: non lo è il collocamento di obbligazioni AAA. L'attività dell'operatore finanziario può essere pericolosa per la "natura dei mezzi adoperati": cioè, adattando la formula legislativa, per il tipo di strumento finanziario collocato. (...) L'attività dell'operatore finanziario, in conclusione, non è sempre attività pericolosa, ma può esserlo, se è pericoloso lo strumento finanziario. Un'ulteriore precisazione è necessaria, in relazione alla qualità del danneggiato. La giurisprudenza in tema di responsabilità *ex art. 2050* Codice civile ha avuto cura di precisare che un'attività che normalmente non può considerarsi pericolosa può essere invece tale se esercitata nei confronti di particolari soggetti, ed ha così parlato di "attività (...) pericolosa in relazione ai soggetti" (...). Lo stesso discorso si può fare per l'attività dell'operatore finanziario».

Afferma, invece, COMPARTI M., *op. cit.*, p. 200, nt. 98 che «[n]on sembra peraltro che nella materia possa ravvisarsi ipotesi di responsabilità extracontrattuale, rientrando essa nella disciplina del contratto, ed in particolare nella regola della diligenza del mandatario di cui all'art. 1710 c.c.».

investimento, la disciplina della responsabilità per l'esercizio di attività pericolose, in ragione della pericolosità dello strumento finanziario di cui si tratta⁵⁷².

⁵⁷² MAFFEIS D., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., pp. 609-612: «I casi che si presentano sono caratterizzati dalla lesione degli interessi dei clienti, non come episodio isolato, bensì come precisa conseguenza di più ampi fenomeni economici di mancata organizzazione della banca volta a prevenire situazioni di conflitto di interessi, di *default*, di speculazione, di invasione di strumenti di tecnologia finanziaria ad altissima complessità ed altissimo rischio, comunque di cattivo funzionamento del mercato finanziario. I tempi sono tali che la giurisprudenza potrebbe mostrare un favore, non solo per un'applicazione corretta, insieme alla disciplina del contratto in generale, della disciplina speciale, concedendo al cliente i rimedi contrattuali per gli inadempimenti della banca, bensì anche per un'interpretazione particolarmente rigorosa di regole generali di responsabilità aquiliana. In particolare, si può, a mio avviso, ipotizzare che si applichi, oltre alla responsabilità contrattuale, *anche*, ed in via *cumulativa*, la responsabilità di cui all'art. 2050 cod. civ. Una sentenza della Corte Suprema [Cass. n. 2555/1991: ndr] ha statuito che l'attività bancaria non costituirebbe attività pericolosa ai fini dell'art. 2050 cod. civ. Ma si trattava di un caso di ferimento del cliente durante una rapina e si discuteva del pericolo per la *persona* del cliente e così la Corte ha potuto statuire che «il rischio per il cliente (...) non deriva dalla stessa natura dell'attività bancaria». Nel nostro caso invece è propriamente *la natura* dell'attività bancaria – di volta in volta, in ragione della *pericolosità dello strumento finanziario* di cui si tratta – che comporta l'esposizione al pericolo *in occasione* del contratto. Nella prestazione dei servizi di investimento il pericolo riguarda il *patrimonio* del cliente. Istintivamente l'idea dell'applicazione dell'art. 2050 cod. civ. ad attività che danno luogo ad un pericolo non per la persona, ma *esclusivamente* per il *patrimonio*, può non apparire confortata da precedenti giurisprudenziali. Tuttavia, l'ostacolo è solo apparente, dal momento che nessun indice

letterale o di *ratio* nell'art. 2050 cod. civ. ne impedisce l'applicazione ai pericoli che riguardino esclusivamente il patrimonio, non anche la persona. Un rilevante sostegno, sul piano sistematico, è offerto dall'art. 1681, comma 1 cod. civ., il quale disciplina, in materia di trasporto, il concorso fra la responsabilità da inadempimento o da ritardo, soggetta alle regole ordinarie dell'inadempimento contrattuale, e la diversa responsabilità operante sino al limite della «prova di aver adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno». Ebbene quest'ultima ipotesi di responsabilità, che costituisce ipotesi speciale pienamente riconducibile alla regola generale di cui all'art. 2050 cod. civ., opera in maniera identica sia per il *pericolo che riguarda la persona* («i sinistri che colpiscono la persona del viaggiatore durante il viaggio») sia per il *pericolo che riguarda il patrimonio* («la perdita o l'avaria delle cose che il viaggiatore porta con sé»). Certo fra trasporto e servizio di investimento vi sono rilevanti differenze quanto alla natura del servizio: ma vi è analogia per ciò che qui conta, cioè *l'esecuzione del contratto come occasione di pericolo per il patrimonio del cliente*. Bisogna inoltre ricordare che, oggi, è addirittura il nostro legislatore a riconoscere la piena compatibilità fra il regime della prova di cui all'art. 2050 ed il pericolo *solo per il patrimonio, non già anche per la persona* laddove statuisce all'art. 18 della legge 675/1996 che «chiunque cagiona danno ad altri per effetto del trattamento di dati personali è tenuto al risarcimento ai sensi dell'art. 2050 del codice civile». Anzi, se all'interno della sfera di applicazione della legge 675/1996 abbiamo riguardo alla c.d. *privacy* economica ed isoliamo il relevantissimo fenomeno del trattamento dei dati economico-patrimoniali operato dalla banca constatiamo come la banca sia di già il più importante tra i soggetti cui si applica una regola identica a quella delineata nell'art. 2050. In definitiva, nella prestazione dei servizi di investimento, la banca, oltre a fornire la prova di avere adottato la diligenza professionale rispettando tutte le disposizioni legislative e regolamentari, al fine di non incorrere nella responsabilità contrattuale (art. 23, comma 6 T.U.F.), dovrebbe anche provare, al fine di non incorrere in responsabilità extracontrattuale, di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno, e così – in un'ottica non di colpa professionale, bensì di

Anche D'Alfonso propone di applicare l'art. 2050 cod. civ. agli intermediari finanziari contrattualmente legati agli investitori, in particolare nell'ipotesi di violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari e nel caso in cui i beni oggetto dell'attività di intermediazione finanziaria siano intrinsecamente pericolosi (ad esempio, derivati *over the counter* o strumenti finanziari a bassissimo *rating*)⁵⁷³. Benedetti sottolinea le somiglianze

*oggettiva organizzazione dell'attività di impresa – di avere non soltanto rispettato ogni disposizione legislativa e regolamentare, bensì anche posto in essere ogni possibile «cura o misura atta ad impedire l'evento dannoso» della perdita del patrimonio del cliente, e cioè dell'azzeramento del valore dello strumento finanziario o della sopravvenuta onerosità del prodotto derivato speculativo. Ritengo che casi e tempi di applicazione dell'art. 2050 cod. civ. ai servizi di investimento dovrebbero costituire *regulae iuris* eccezionali ed i precedenti giurisprudenziali integrare la fonte di un diritto eccezionale (arg. ex art. 14 preleggi), destinato ad essere applicato soltanto nei casi e nei tempi in cui la lesione dell'interesse del cliente costituisca la conseguenza di situazioni particolarmente gravi di conflitto di interessi della banca o di altra gravissima patologia dei mercati finanziari, quali quelle appena richiamate di insolvenza nota dell'emittente o di altissima speculazione o di distribuzione di strumenti particolarmente rischiosi ed escludendo che la mera circostanza che la banca presta servizi di investimento da una posizione di potere informativo renda l'attività – che certamente è caratterizzata da un *pericolo* che fonda gli obblighi informativi e di cura dell'interesse che vincolano la banca sul piano della responsabilità contrattuale – *pericolosa agli effetti della responsabilità extracontrattuale di cui all'art. 2050* ». Cfr. altresì MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti* 2008, 4, p. 410.*

⁵⁷³ D'ALFONSO G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.* 2008, 12, p. 971: «Si sarebbe,

nell'immediatezza, portati ad escludere la responsabilità extracontrattuale, dal momento tra intermediario ed investitore si instaura un rapporto contrattuale. Eppure, se gli strumenti finanziari possono essere considerati "merci pericolose" ed i derivati speculativi vere e proprie "armi di distruzione di massa", si potrebbe imputare agli intermediari finanziari una responsabilità per esercizio di attività pericolose, ex art. 2050 c.c., per i pregiudizi subiti dagli investitori, in occasione della commercializzazione di derivati over the counter o di strumenti finanziari a bassissimo rating. In tali ipotesi, l'investitore non sarebbe onerato dalla prova del nesso di causalità, ma sarebbe l'intermediario a dover fornire la prova di aver impiegato tutte le misure idonee ad evitare il danno. La responsabilità ex art. 2050 c.c. conseguirebbe a disfunzioni organizzative dell'attività d'impresa e non piuttosto alla colpa professionale, in considerazione dell'intrinseca "pericolosità" dei beni oggetto dell'attività di intermediazione finanziaria». L'A. così conclude: «A mio avviso, il rimedio risarcitorio potrebbe costituire un deterrente a comportamenti non corretti degli intermediari, incidendo, in tal guisa, sul buon funzionamento dei mercati, nelle ipotesi in cui voglia ammettersi la responsabilità oggettiva dell'intermediario, fondata sull'art. 2050 c.c., per i casi menzionati di commercializzazione di derivati (vere e proprie "armi di distruzione di massa") nei mercati over the counter, ovvero di strumenti finanziari a bassissimo rating: poiché, in tali ipotesi, graverebbe sull'intermediario finanziario l'onere di provare di aver adeguatamente organizzato l'espletamento del servizio di investimento prestato ai clienti, e cioè, nel caso specifico, che non vi siano carenze nell'acquisizione e diffusione di informazioni. Tale circostanza lo indurrebbe, inevitabilmente, a prestare maggiore attenzione nel fornire informazioni agli investitori. Non può però ammettersi una responsabilità, ex art. 2050 c.c., per ogni tipo di attività di investimento, sostenendosi che il carattere della pericolosità è immanente, in linea generale, a tale attività e che la responsabilità dovrebbe, comunque, ricollegarsi a disfunzioni organizzative dell'intermediario. Si correrebbe, difatti, il rischio contrario di un'eccessiva responsabilizzazione degli intermediari finanziari, che finirebbe inevitabilmente sull'incidere negativamente sul buon funzionamento dei mercati finanziari».

esistenti tra l'art. 43 legge assegno⁵⁷⁴ (R.D. 21 dicembre 1933, n. 1736) e l'art. 2050 cod. civ.⁵⁷⁵. Frigeni, pur senza

⁵⁷⁴ Che testualmente recita: «L'assegno bancario emesso con la clausola “non trasferibile” non può essere pagato se non al prenditore o, a richiesta di costui, accreditato nel suo conto corrente. Questi non può girare l'assegno se non ad un banchiere, per l'incasso, il quale non può ulteriormente girarlo. Le girate apposte nonostante il divieto si hanno per non scritte. La cancellazione della clausola si ha per non avvenuta. [comma 1] Colui che paga un assegno non trasferibile a persona diversa dal prenditore o dal banchiere giratario per l'incasso risponde del pagamento. [comma 2] La clausola “non trasferibile” deve essere apposta anche dal banchiere su richiesta del cliente. [comma 3] La stessa clausola può essere apposta da un girante con i medesimi effetti. [comma 4] Le disposizioni del presente articolo si applicano soltanto agli assegni pagabili nel territorio della Repubblica o nei territori soggetti alla sovranità italiana [comma 5]».

⁵⁷⁵ BENEDETTI A.P., *Assegno non trasferibile, banca girataria e contatto sociale: responsabilità contrattuale?*, in *Danno e resp.* 2008, 2, pp. 171-172: «l'art. 43 legge assegno è una norma speciale di responsabilità (assimilabile alle norme dettate agli artt. 2047 - 2054 c.c.) che, nel suo concreto operare presenta notevoli somiglianze con la disciplina dell'art. 2050 c.c. (...) Questa regola peraltro presenta notevoli analogie con quella dell'art. 2050 c.c.: in entrambe le ipotesi infatti, individuato il responsabile (la banca) in base ad un determinato fatto (il pagamento illegittimo di titolo non trasferibile), questi deve risarcire il danno causato a meno che non riesca a liberarsi provando di aver adottato tutte le cautele necessarie per pagare correttamente l'assegno; inoltre, gli interessi protetti sono individuati *a priori* dal legislatore e non spetta al danneggiato provare la colpa della banca». E l'A. così conclude: «Nel suo operare essa [la norma di cui all'art. 43 legge assegno: ndr] può, per certi versi, essere accostata all'art. 2050 c.c.; la responsabilità della banca viene infatti valutata secondo *standard* analoghi a quelli dell'attività pericolosa, in modo congruo rispetto ad una ipotesi, come questa, in cui il danneggiante si trova in una

far espresso riferimento alla responsabilità per attività pericolose, pone in luce la rischiosità dell'attività di esercizio del credito⁵⁷⁶. Si noti, ancora, come la dottrina tedesca affermi come «sia ormai generalmente riconosciuto il fatto che la responsabilità per informazione (errata) ha un alto potenziale di pericolosità a causa della sua ubiquità»⁵⁷⁷.

Infine, merita sottolineare il parallelismo esistente tra la norma di cui all'art. 2050 cod. civ. e l'art. 94, comma 8 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.), in materia di prospetto d'offerta⁵⁷⁸. Così come l'art. 2050 cod. civ. richiede che sia il danneggiante (ossia l'esercente l'attività pericolosa) che voglia andare esente da responsabilità a fornire la prova di avere adottato tutte le misure idonee ad

posizione "privilegiata" rispetto alla vittima, per il suo *status* professionale, anziché per la posizione di controllo» (p. 174).

⁵⁷⁶ FRIGENI C., *op. cit.*, p. 251: «Secondo la definizione che ne dà la legge, l'attività bancaria consiste nella raccolta del risparmio fra il pubblico e nell'esercizio del credito (art. 10, comma 1, t.u.b.). Mentre la raccolta del risparmio non rappresenta un'attività pericolosa dal punto di vista delle banche, che si limitano a raccogliere il danaro di terzi, l'esercizio del credito è al contrario un'attività rischiosa, in quanto le banche devono poter fare affidamento sulla restituzione delle somme concesse in finanziamento e sulla corresponsione dei relativi interessi».

⁵⁷⁷ MANSEL H.P., *op. cit.*, p. 321.

⁵⁷⁸ L'art. 94, comma 8 T.U.F. recita testualmente: «L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso».

evitare il danno, così l'art. 94, comma 8 T.U.F. richiede che siano l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, a fornire la prova di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso⁵⁷⁹. E l'art. 94, comma 8 T.U.F. sarebbe, secondo alcuni, passibile di applicazione analogica rispetto a tutti i casi di responsabilità da informazione inesatta sul mercato secondario⁵⁸⁰.

⁵⁷⁹ Cfr. FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 132: «Dall'esame letterale dell'8° co. dell'art. 94, tuttavia, si può rilevare che la formula utilizzata è certamente simile a quella di cui all'art. 2050 c.c., inerente alla responsabilità per esercizio di attività pericolose la prova di "aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare" la veridicità delle informazioni, infatti, richiama fortemente la dimostrazione di "aver adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno" di cui all'art. 2050 c.c. In particolare, i concetti di "totalità" e di "idoneità" che caratterizzano l'art. 2050 c.c. sembrano trovare corrispondenza nell' "ogni diligenza" e nell' "assicurare" la conformità ai fatti delle informazioni dell'art. 94 t.u.f.».

⁵⁸⁰ GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 199: «[r]esta (...) da comprendere se l'art. 94, comma 8, come richiamato dall'art. 113, comma 1, sia possibile di applicazione analogica, andandosi ad applicare a tutti i casi di responsabilità da informazione inesatta sul mercato secondario o se, piuttosto, a quegli ulteriori casi vada applicata la responsabilità aquiliana, con il regime – meno favorevole all'investitore – posto dall'art. 2043 c.c.. A mio parere la risposta corretta è la prima. Il combinato disposto degli art. 113, comma 1 e 94, comma 8 TUF va ormai considerato espressione di un principio generale nel campo dell'informazione inesatta nel mercato secondario, che si colloca in termini di specialità rispetto a quello generale del torto».

Passando ad esaminare la seconda delle categorie sopra menzionate (ossia la responsabilità del certificatore), si evince come anche in questa ipotesi parte della dottrina abbia prospettato il ricorso alla responsabilità da attività pericolose *ex art. 2050 cod. civ.*. D'Aietti, con riferimento alla responsabilità civile per i danni cagionati nell'utilizzo di sistemi di firma digitale (art. 9 d.p.r. 10 novembre 1997, n. 513, "Regolamento recante criteri e modalità per la formazione, l'archiviazione e la trasmissione di documenti con strumenti informatici e telematici, a norma dell'art. 15, comma 2, della legge 15 marzo 1997, n. 59")⁵⁸¹, afferma che «[l]a terminologia adoperata è la stessa utilizzata nel codice civile per qualificare il livello di responsabilità gravante su colui che esercita una attività pericolosa (art. 2050 c.c.). Il richiamo non è esplicito, come è avvenuto (non senza polemiche) con la legge 675/96 (art. 18) ma, in considerazione dei medesimi termini adoperati la conclusione non può che essere la medesima. L'utilizzo di una chiave asimmetrica costituisce una sorta di "attività pericolosa" per la quale le cautele da adottarsi debbono porsi a livelli particolarmente elevati e la "idoneità" delle misure adottate deve essere provata da chi ha utilizzato i relativi dispositivi tecnologici»⁵⁸². Piccolantonio ritiene che la responsabilità del certificatore *ex artt. 30 ss. del Codice dell'amministrazione digitale (d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82)* vada ricondotta nell'alveo della norma di cui all'art.

⁵⁸¹ L'art. 9 del d.p.r. 513 del 1997 detta gli obblighi dell'utente e del certificatore.

⁵⁸² G. D'AIETTI, *Il documento elettronico: profili giuridici, civili e penali*, Relazione presentata al Convegno Nazionale su "Informatica e riservatezza" del CNUCE - Pisa 26/27 settembre 1998, disponibile all'indirizzo <http://www.privacy.it/cpisadaiet.html>.

2050 cod. civ.⁵⁸³. *Contra*, sempre con riferimento al Codice dell'amministrazione digitale (in particolare, art. 32, comma 2, nel testo risultante dalle modifiche introdotte dall'art. 14 del d.lgs. 4 aprile 2006, n. 159)⁵⁸⁴, Buonomo, il quale afferma che «l'attività del certificatore non è un'attività (materialmente) pericolosa»⁵⁸⁵: e l'esclusione della pericolosità sembra essere appunto motivata sulla considerazione per cui soltanto attività "materiali" potrebbero essere qualificate come attività pericolose.

L'aggiunta dell'avverbio "materialmente" davanti alla locuzione "attività pericolosa" non appare suffragata da alcun indice normativo, sicchè si tratta, a parere di chi scrive, di operazione non condivisibile in quanto non sorretta da idonea giustificazione.

⁵⁸³ D. PICCOLANTONIO, *La firma elettronica nei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, 2^a ed., Torino, Utet, 2011, pp. 687 ss., ove ulteriori riferimenti alla dottrina favorevole e contraria (in particolare, p. 687 nt. 87-89). L'A. afferma che l'attività del certificatore «presenta numerosi aspetti di rischiosità; ciò è evidente se si considera che il buon funzionamento dei sistemi di firma digitale dipende, più che da altri fattori, dal corretto svolgimento dell'attività di certificazione: invero, eventuali errori o negligenze possono dar luogo a situazioni di forte incertezza e confusione sul piano delle situazioni soggettive di coloro che fanno affidamento sull'affidabilità del sistema e quindi sul valore vincolante delle dichiarazioni rese in via informatica e asseverate con firma digitale» (p. 689).

⁵⁸⁴ L'art. 32, comma 2 del codice dell'amministrazione digitale recita: «Il certificatore è tenuto ad adottare tutte le misure organizzative e tecniche idonee ad evitare danno a terzi».

⁵⁸⁵ BUONOMO G., *Il nuovo processo telematico nell'era dell'amministrazione digitale*, Giuffrè, Milano, 2009, p. 177. Secondo l'A. «[l]a norma in commento [art. 32, comma 2 CAD: ndr] (...) sembra ripetere il generale principio del *neminem laedere*, contenuto nell'art. 2043 del codice civile» (p. 178).

In conclusione, anche attività prettamente “intellettive”, distanti da quella materialità così marcata che caratterizza le attività tradizionalmente qualificate come “pericolose”, vengono ricondotte all’interno della disciplina di cui all’art. 2050 cod. civ.⁵⁸⁶. La strada verso una più ampia lettura della norma di cui all’art. 2050 cod. civ. sembra quindi tracciata, e si può immaginare che il suo accoglimento sia soltanto più una questione di tempo. Del resto, tale via appare, allo stato, la soluzione più idonea a soddisfare le esigenze della società contemporanea, poiché il ricorso alla norma in esame permette di contemperare le esigenze di tutela della collettività con lo sviluppo di nuove attività, socialmente utili ma potenzialmente dannose. Ove il legislatore non intervenga dettando una apposita disciplina (speciale ed, in quanto tale, derogatoria rispetto a quella generale di cui all’art. 2050 cod. civ.) per le nuove attività pericolose, troverà applicazione la disciplina codicistica sulla responsabilità per l’esercizio di attività pericolose.

⁵⁸⁶ In materia di responsabilità civile e mercato finanziario ROPPO V., *La responsabilità civile, e l’anima*, cit., p. 100, pone in luce la questione della «sempre più spinta “dematerializzazione” della responsabilità civile, che in una *knowledge society* come la nostra tende ad affrancarsi dal mondo della fisicità – il vecchio *damnum corpore corpori illatum* – per insediarsi nelle dimensioni dell’immaterialità o addirittura della virtualità, oggi sempre più rilevanti sia sul piano delle condotte generatrici di responsabilità sia su quello delle conseguenze dannose».

3.2.3. Una ricostruzione sistematica: l'interpretazione estensiva-evolutiva dell'art. 2050 cod. civ.

Come si è visto nel paragrafo precedente, l'estensione dell'ambito di operatività dell'art. 2050 cod. civ. è risultato cui una parte della dottrina è già pervenuta, soprattutto in riferimento alla responsabilità degli intermediari finanziari per la prestazione di servizi di investimento ed alla responsabilità del certificatore.

L'obiettivo che ci si propone nel presente paragrafo è quello di offrire una ricostruzione sistematica della norma di cui all'art. 2050 cod. civ. alla luce dei nuovi orientamenti recentemente emersi, cercando di delineare il processo interpretativo attraverso il quale ridefinire l'area di operatività della responsabilità per l'esercizio di attività pericolose, adattandolo ai mutamenti (sociali, tecnologici, economici) nel frattempo intervenuti.

L'art. 2050 cod. civ. è norma che certamente si presta ad essere estesa alle nuove attività pericolose che emergono nella pratica; la capacità della norma *de qua* di regolare ipotesi nuove, non ancora oggetto dell'attenzione particolare del legislatore, è stata messa in luce dalla dottrina ormai più di tre decenni fa⁵⁸⁷. A tal proposito va

⁵⁸⁷ DI MARTINO V., *op. cit.*, pp. 36-37: «Tale articolo tende (...) a svolgere una sempre più rilevante funzione disciplinatrice di situazioni quanto mai varie e diverse. Si tratta di una evoluzione estensiva che, facendo leva sulla dizione estremamente ampia dell'articolo, ne ha allargato il campo di azione a fattispecie che, con ogni probabilità, il legislatore non aveva affatto presenti. Tutto ciò è avvenuto attraverso una potente azione giurisprudenziale che non ha esitato ad includere progressivamente nell'ambito della disciplina dell'art. 2050 c.c. le più svariate attività. È un processo di individuazione delle fattispecie tutt'altro che definito e sui cui risultati dottrina e giurisprudenza non sono affatto concordi; esso è

posto in evidenza come dalla lettura della norma in esame emerge come il codificatore non abbia inteso tipizzare le attività pericolose, sicché spetterà al giudice valutarne la ricorrenza⁵⁸⁸: «l'attività pericolosa è un'attività storicamente orientata nel senso che la pericolosità di un'attività può essere diversamente modulata a seconda del progredire della scienza e della tecnica»⁵⁸⁹. Ciò permette all'art. 2050 cod. civ. di essere una norma sempre “al passo coi tempi”, poiché il suo contenuto va definito

tuttavia indicativo della estrema vitalità di questo articolo che ormai travalica, e di gran lunga i limiti di una interpretazione letterale della norma. Questo processo, che soprattutto all'inizio suscitò qualche perplessità, appare, ora, sostanzialmente positivo anche se necessita di una continua azione di inquadramento e precisazione. L'ampia “recettività” dell'art. 2050 costituisce, poi, una condizione indispensabile per quelle situazioni nuove (basti pensare al fenomeno dell'inquinamento) che altrimenti non troverebbero alcuna soddisfacente collocazione a livello di responsabilità civile; è, in sostanza, questo articolo, un primo punto di riferimento sicuro per tutte quelle fattispecie emergenti, e sono sempre più numerose, che siano caratterizzate da rilevanti aspetti di pericolosità. Quando poi queste attività si consolidano il legislatore e la giurisprudenza elaborano discipline specifiche delle stesse, che si sottraggono, pertanto, a quella più generale dell'art. 2050 c.c. Così è stato, ad esempio, per le attività nucleari per le quali si è fatto in un primo tempo ricorso all'articolo 2050 c.c. e, solo successivamente, a dettagliate normative particolari. Sotto questo profilo, l'art. 2050 c.c. tende quindi a variare il proprio campo di azione a seconda delle situazioni in attesa di specifica normativa e svolge, tra l'altro, la funzione indispensabile, di disciplinare, seppure “pro tempore”, importanti, nuovi settori di attività».

⁵⁸⁸ NIGER S., *op. cit.*, p. 146: «Dalla lettura dell'art. 2050 c.c. (...) emerge che il legislatore non ha inteso tipizzare le attività pericolose, cosicché spetterà al giudice valutarne la ricorrenza».

⁵⁸⁹ CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 1432.

con riferimento al momento storico nel quale viene applicata.

Dall'analisi svolta nei paragrafi precedenti sono emersi due elementi importanti: i) in primo luogo, la norma di cui all'art. 2050 cod. civ. deve trovare applicazione qualunque sia l'interesse (personale o patrimoniale) leso, purchè (ovviamente) si tratti di interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico; ii) in secondo luogo, può essere qualificata "pericolosa" qualsiasi attività, materiale o intellettuale, che, per sua stessa natura, o per la natura dei mezzi adoperati, abbia in sé connotato un elevato rischio di produrre danni. Combinando insieme questi due elementi si perviene a delineare in modo nuovo l'ambito di operatività della responsabilità per attività pericolose, tale da ricomprendere anche quelle nuove attività che, non esistenti né immaginabili all'epoca della codificazione, hanno nella pratica manifestato tutta la loro intrinseca carica lesiva. Tra queste attività rientra, si ritiene, anche l'attività di *gatekeeping*; e, in particolare, l'attività di classamento del merito creditizio delle agenzie di *rating* del credito.

Resta, dunque, da interrogarsi su quale tipo di opzione interpretativa meglio si attagli alla ricostruzione qui proposta. In altri termini, ci si domanda quale sia il ragionamento implicito sotteso alla individuazione di nuove attività pericolose da parte della dottrina, quale il procedimento, logico e giuridico, in virtù del quale l'attività di *rating* (insieme alle altre individuate dalla dottrina) può essere ricompresa nel novero di quelle regolate dall'art. 2050 cod. civ.. Escluse le opzioni chiaramente inconciliabili, due sono le alternative che rimangono in campo: l'analogia giuridica e l'interpretazione estensiva. Affermare che l'attività di

classamento del merito creditizio è un'attività pericolosa significa applicare la norma di cui all'art. 2050 cod. civ. in via analogica oppure significa interpretarla estensivamente? Si tratta di questione non semplice da risolvere, anche perché, come si dirà tra poco, la distinzione tra interpretazione estensiva ed analogia è nient'affatto chiara. Per completezza va ricordato che la comprensione della predetta distinzione ha importanza non soltanto teorica, ma anche pratica, poichè, come ci ricorda la dottrina, «in materia penale e nelle leggi eccezionali, l'analogia è vietata dall'art. 14 delle Preleggi, mentre l'interpretazione estensiva, non essendo da questa norma menzionata, si ritiene possa applicarsi in ogni caso»⁵⁹⁰; si tratta di osservazione che non interessa da vicino la materia in esame, non venendo in considerazione né una norma penale né una legge eccezionale, ma che è bene tenere presente, per comprendere l'importanza dei contributi della dottrina che si è soffermata ad indagare il problema.

L'individuazione del *discrimen* tra analogia giuridica ed interpretazione estensiva è dibattuto in dottrina⁵⁹¹. Accogliendo l'impostazione per cui una tale distinzione

⁵⁹⁰ GRECO V., *L'interpretazione evolutiva della legge*, L'Autore Libri Firenze, Firenze, 2006, p. 154.

⁵⁹¹ Sul tema si rinvia, tra gli altri, a GRECO V., *op. cit.*, *passim*; VELLUZZI V., *La distinzione tra analogia giuridica e interpretazione estensiva*, in *Interpretazione giuridica e retorica forense. Il problema della vaghezza del linguaggio nella ricerca della verità processuale*, a cura di M. Manzin e P. Sommaggio, Giuffrè, Milano, 2006, pp. 133 ss.; BELVEDERE A., *Interpretazione estensiva e analogia: alcune considerazioni*, in *Diritto privato*, 2001-2002, Cedam, Padova, 2003, pp. 557 ss..

effettivamente esiste⁵⁹², in linea generale si può affermare che la distinzione consiste in ciò: che, mentre nell'ipotesi di interpretazione estensiva si determina un significato più ampio della formulazione normativa, ma pur sempre rientrante nell'ambito dei significati possibili⁵⁹³, e non si fa riferimento alla *ratio* della norma (o, se pure si fa, esso è svolto solo come criterio sussidiario rispetto agli altri criteri interpretativi)^{594 595}; al contrario, nell'ipotesi di

⁵⁹² Perché, come ci ricorda GRECO V., *op. cit.*, p. 154, vi è anche chi ritiene che tra analogia ed interpretazione estensiva non vi sia distinzione alcuna. Cfr. altresì i riferimenti contenuti in BELVEDERE A., *op. cit.*, pp. 568 ss..

⁵⁹³ VELLUZZI V., *op. cit.*, pp. 142-143, che subito dopo aggiunge: «Se poi tale determinazione di significato sia anche giuridicamente ammissibile dipende da un ulteriore giudizio: ragion per cui si possono avere sia interpretazioni estensive possibili e giuridicamente ammissibili, sia interpretazioni estensive possibili, ma giuridicamente inammissibili».

Per la letteratura che ritiene, invece, che l'interpretazione estensiva sia un'interpretazione sostanzialmente antiletterale si vedano i rimandi contenuti in BELVEDERE A., *op. cit.*, p. 562.

⁵⁹⁴ GRECO V., *op. cit.*, p. 154.

⁵⁹⁵ Sempre a proposito dell'interpretazione estensiva, GRECO V., *op. cit.*, pp. 151-153 afferma che «[g]eneralmente, l'interpretazione estensiva viene definita come quella particolare tecnica interpretativa che amplia il significato letterale di un enunciato legislativo. (...) Ecco perché crediamo sia errato pensare all'interpretazione estensiva come a una tecnica interpretativa che “superi” il dato letterale. Giusto dire che lo “amplia”, perché di questo si tratta. Ma non è un ampliamento indebito e arbitrario perché comunque la sua base di partenza è pur sempre un dato letterale. Un'interpretazione che, pur presentandosi come estensiva, superi del tutto un dato letterale fino a non scorgere più un qualche collegamento tra dato letterale e significato assegnato a questo dall'interprete non sarà interpretazione ma vera e propria distorsione, manipolazione. (...) Tanto più la norma è formulata in

analogia giuridica «ci si muove, per così dire, fuori dai significati possibili»⁵⁹⁶ e «il richiamo alla *ratio* prevale sugli altri criteri ermeneutici fino a costituire una creazione di nuova norma»^{597 598}. Insomma, «all'interno dei significati possibili abbiamo interpretazioni

termini generali e astratti tanto più è probabile che l'interpretazione debba essere estensiva, perché si tratta di individuare un contenuto estensionale, non specificato dalla norma (proprio perché formulata in termini generali), a un significato intensionale. È molto frequente, infatti, che all'interprete si ponga il problema di capire a quale classe di persone, cose, fatti, comportamenti una norma si riferisca».

⁵⁹⁶ VELLUZZI V., *op. cit.*, p. 143.

⁵⁹⁷ GRECO V., *op. cit.*, p. 154. Ma, aggiunge l'A. immediatamente dopo, che «[s]icuramente il richiamo alla *ratio* può essere un buon criterio per distinguere analogia e interpretazione estensiva la, diciamo noi, più in un senso quantitativo che qualitativo. Il richiamo alla *ratio*, cioè, è molto più forte nell'analogia che nell'interpretazione estensiva tanto che, senza di esso, neanche potrebbe immaginarsi un ragionamento analogico. Ma anche l'interpretazione estensiva, seppure in misura minore dell'analogia, si alimenta di un ragionamento intorno allo scopo della norma. Si estende il significato di una certa norma a persone/cose/comportamenti/fatti da questa non espressamente menzionati perché confortati da argomentazioni propriamente semantiche, ma anche da un richiamo teleologico ».

⁵⁹⁸ Cfr. altresì CARINGELLA F. e BUFFONI L., *op. cit.*, p. 64: «Sebbene utilizzino entrambe l'*argumentum a simili* l'analogia deve essere tenuta distinta dall'interpretazione estensiva. Le differenze tra i due procedimenti possono essere colte esclusivamente sul piano degli effetti, posto che dal punto di vista ontologico non sono riscontrabili significative differenze. In particolare mentre l'effetto dell'estensione analogica è quello di creare una nuova norma giuridica, con l'interpretazione estensiva si allarga l'ambito applicativo di una norma esistente a casi da questa non espressamente previsti».

(giuridicamente ammissibili o meno), al di fuori abbiamo integrazioni (analogiche e non)»^{599 600}.

⁵⁹⁹ VELLUZZI V., *op. cit.*, p. 144, nt. 30.

⁶⁰⁰ Cfr. altresì BELVEDERE A., *op. cit.*, p. 561: «[la] interpretazione estensiva (...) sarebbe quella che dà alla norma un significato più ampio rispetto ad altri significati parimenti *possibili*, cioè compatibili con il testo della disposizione legislativa, in quanto tutti ricavabili da questa secondo il criterio interpretativo letterale. Il carattere estensivo di questa interpretazione sarebbe dunque da intendersi in senso relativo, cioè come interpretazione più ampia di un'altra o di altre, restando comunque tutte pienamente riferibili al testo della disposizione legislativa. E a questo punto sarebbe anche possibile cogliere la differenza tra interpretazione estensiva ed analogia, perché attraverso quest'ultima la norma potrebbe trovare applicazione anche al di là del limite rappresentato dalla compatibilità con il testo legislativo, limite invece invalicabile (come abbiamo appena visto) dalla interpretazione estensiva»; e pp. 576 s.: «Con l'interpretazione estensiva viene affermata la non estraneità del caso esaminato all'ambito applicativo della norma (che viene quindi applicata in modo "diretto") e si esclude l'esistenza di una lacuna; l'applicazione analogica – che è un mezzo per colmare lacune già (interpretativamente) riscontrate – riguarda invece una disposizione la cui estraneità rispetto al caso considerato risulta, prima ancora di ogni attività interpretativa che possa svolgersi su di essa, dal fatto che non è collocata nell'ambito tematico cui appartiene il caso da disciplinare. A questo criterio di differenziazione di tipo sistematico corrisponde un criterio che potremmo forse chiamare pragmatico, perché riguarda il diverso atteggiamento che l'interprete assume, nelle due ipotesi, rispetto alla disposizione. Nella interpretazione estensiva l'interprete muove da un dubbio (che poi risolve in senso positivo) circa la possibilità di comprendere il caso esaminato nella previsione astratta della disposizione. Nel procedimento analogico muove dalla certezza che la norma di cui dispone non si riferisce al caso in esame, e si limita a valutare la "somiglianza", rispetto a questo, dei casi previsti dalla norma stessa».

Nel caso di specie, ossia con riguardo alla determinazione del significato della locuzione “attività pericolosa” di cui all’art. 2050 cod. civ., si ritiene venga in luce un’ipotesi di interpretazione estensiva, in quanto il più ampio significato dato alla formulazione normativa rientra pur sempre nell’ambito dei significati possibili. Se si riconosce che attività nuove sono connotate da quel carattere di pericolosità intinseca che consente l’applicazione della norma di cui all’art. 2050 cod. civ. non si sta colmando una lacuna dell’ordinamento attraverso un’integrazione di tipo analogico (si ricordi, infatti, che l’analogia giuridica viene impiegata per far fronte alle lacune dell’ordinamento giuridico, attraverso un procedimento per cui, in assenza di norme espresse che regolino un determinato caso, l’interprete del diritto applica le norme previste per casi simili o materie analoghe: *ubi eadem ratio, ibi eadem iuris dispositio*)⁶⁰¹, ma si sta estendendo il significato della locuzione “attività pericolosa”, rimanendo all’interno dei confini dei significati possibili dei termini impiegati dal legislatore.

Ma v’è di più. L’interpretazione, oltre che estensiva, in quanto amplia il significato dei termini impiegati nella norma, è anche evolutiva, in quanto adegua il contenuto della norma ai mutamenti nel frattempo intervenuti. L’interpretazione evolutiva, è, difatti, «quell’interpretazione che adegua la norma ai mutamenti della realtà sociale»⁶⁰²; essa «postula la mutevolezza dei bisogni, degli interessi, degli stessi valori e cerca di

⁶⁰¹ D.1,3,12 (*Iul. 15 dig.*): *Non possunt omnes articuli singillatim aut legibus aut senatus consultis comprehendere: sed cum in aliqua causa sententia eorum manifesta est, is qui iuris dictioni praeest ad similia procedere atque ita ius dicere debet.*

⁶⁰² GRECO V., *op. cit.*, p. 17.

adeguare le norme alle novità intervenute dopo la loro emanazione»⁶⁰³ ⁶⁰⁴. Interpretazione estensiva ed interpretazione evolutiva vanno spesso a braccetto, poiché, come ha posto in evidenza la dottrina, nella pratica è sovente emerso come una considerazione evolutiva delle norme venga attuata attraverso l'uso dell'interpretazione estensiva⁶⁰⁵.

L'interpretazione evolutiva si contrappone, come è ovvio, all'interpretazione storica, in quanto la prima guarda alla realtà sociale esistente al momento in cui la norma viene interpretata, mentre la seconda guarda al momento in cui la norma è stata redatta. Il binomio interpretazione storica-risultato conservatore è pacifico⁶⁰⁶.

⁶⁰³ GRECO V., *op. cit.*, p. 201. In generale sull'interpretazione evolutiva cfr. GRECO V., *op. cit.*, pp. 17 s. (per una sintesi delle varie definizioni che i giuristi hanno dato dell' "interpretazione evolutiva" v. pp. 24 ss.).

⁶⁰⁴ Cfr. anche P.S. SAMPERI, voce *Interpretazione della legge*, in *Dizionario pratico del diritto privato*, diretto da Scialoja-de Ruggiero-Bonfante, Vallardi, Milano, 1923, pp. 810-811: «Nel metodo storico-evolutivo la norma è essenzialmente considerata come un prodotto sociologico: ad essa occorre dare, compatibilmente al testo, che costituisce sempre il punto di partenza, non il significato, che vi era racchiuso nel momento, in cui venne formata, ma quello più consentaneo alle esigenze dell'ambiente, alle necessità storiche e agli orientamenti della coscienza giuridica. Quindi l'interprete con più ampio potere deve ricercare la regola non solo negli elementi intrinseci della legge, ma anche, e soprattutto, nei fatti sociali e nei cangiamenti delle idee economiche, morali e politiche. In altre parole, l'interpretazione deve essere conforme al pensiero, di cui la legge è suscettiva nell'attualità».

⁶⁰⁵ GRECO V., *op. cit.*, p. 27.

⁶⁰⁶ Cfr. GRECO V., *op. cit.*, pp. 133-134: «L'interpretazione *evolutiva* tenderà, quindi, a considerare la norma che va ad applicare come uno strumento al servizio della società stessa.

Ma, afferma la dottrina, non bisogna commettere l'errore di credere che il binomio interpretazione evolutiva-risultato evolutivo sia sempre corretto: «dobbiamo, ora, chiarire un punto. Mentre possiamo affermare con certezza che nessuna interpretazione storica potrà mai produrre risultati evolutivi, non con altrettanta sicurezza possiamo dire che ad ogni interpretazione evolutiva corrisponda un risultato evolutivo»⁶⁰⁷, «[p]erché può anche esservi un'interpretazione evolutiva a risultato non evolutivo: non sempre, infatti, dal tempo dell'emanazione della legge al tempo dell'interpretazione si possono registrare mutamenti tali da registrare un cambiamento di significato della legge stessa, così che interpretazione storica e interpretazione evolutiva vengono a coincidere»⁶⁰⁸.

L'interprete "conservatore", invece, tenderà a considerare la norma come elemento a sé stante. Non che egli non creda al fatto che la norma esista in funzione della soddisfazione dei bisogni sociali. Più semplicemente, egli pensa che il bisogno sociale è stato soddisfatto una volta emanata la norma. Dopo tale momento, ci sarà la necessaria fase dell'applicazione della norma stessa ma, in termini di soddisfazione del bisogno sociale, l'interprete non deve più aggiungere nulla. Non è suo problema perché egli deve solo applicare la norma per come la trova; al bisogno sociale ha già pensato a provvedere chi ha emanato la norma. E se i bisogni cambiano o si trasformano, è sempre il legislatore che deve rispondere, con nuove leggi, a tali novità. (...) L'obiettivo principale che si prefigge l' "interprete evolutivo" è quello di adeguare il significato del testo di legge ai mutamenti intervenuti dal tempo della sua entrata in vigore. Una volta posta questa finalità, sarà sua cura studiare i modi più idonei per realizzarla verificando quali tipi interpretativi e quali loro opportune combinazioni scegliere»

⁶⁰⁷ GRECO V., *op. cit.*, pp. 129 s..

⁶⁰⁸ GRECO V., *op. cit.*, p. 20. Ove l'interpretazione evolutiva abbia anche risultato evolutivo si può parlare di "interpretazione contemporaneista" (GRECO V., *op. cit.*, p. 20).

Se l'interpretazione evolutiva si accompagna sovente all'interpretazione estensiva mentre si pone in posizione antitetica rispetto all'interpretazione storica, qual è invece il rapporto tra l'interpretazione evolutiva e l'interpretazione letterale? È ipotizzabile un'interpretazione letterale-evolutiva oppure le due nozioni sono tra loro inconciliabili? Interessanti (e, a parere di chi scrive, condivisibili) sono le considerazioni svolte dalla dottrina in materia: «Può essere interessante porsi l'interrogativo se, adottando un'interpretazione *strettamente letterale*, conseguano necessariamente risultati conservatori o evolutivi. L'interpretazione *strettamente letterale*, in altri termini, ha di natura una portata conservatrice o evolutiva? (...) Ancorando l'interprete alla stretta letteralità del testo e all'unico significato che emerge (che dovrebbe emergere) da esso quale ricavabile dal tenore letterale e dal significato comune delle parole usate in esso, tale tipo di interpretazione è spesso associata a risultati conservatori. Eppure, tale associazione non è affatto automatica: è proprio il riferimento all'interpretazione della parola secondo il suo "uso comune" a smentirla. Perché se è vero che occorre rifarsi al significato comune della parola, niente può escludere che quella parola che viene interpretata abbia subito, con il trascorrere del tempo, un mutamento di significato di cui l'interprete non potrà non tenere conto se non vuole tradire lo spirito stesso della tecnica interpretativa ora in esame. L'interprete viene, quindi, chiamato a un compito ulteriore alla *stretta* lettura delle parole della norma. Egli deve andare a vedere che tipo di percezione accendono nel linguaggio comune (e, quindi, nella società) quelle parole. Ecco che viene, così, smentita l'idea che vuole l'interpretazione letterale mantenere il testo avulso dal contesto sociale in cui è

immerso, quasi come se dovesse ripararlo da tempeste per preservarne la sua originaria purezza»⁶⁰⁹. Anche un'interpretazione letterale può dunque avere una portata evolutiva là dove l'interprete faccia riferimento al significato che i termini impiegati nella disposizione normativa hanno assunto nell'uso comune. Insomma, interpretazione estensiva, interpretazione evolutiva ed interpretazione letterale appaiono tra loro strettamente correlate⁶¹⁰.

Alla luce di tutte le considerazioni sin qui svolte, si possono formulare alcune osservazioni conclusive. La lettura proposta della norma di cui all'art. 2050 cod. civ. è frutto di un procedimento di interpretazione della medesima, rimanendo invece estranea all'ipotesi

⁶⁰⁹ GRECO V., *op. cit.*, pp. 137-138.

⁶¹⁰ Cfr. ancora GRECO V., *op. cit.*, pp. 154-156: «Scoprire il significato estensionale dei termini con cui la norma si esprime: questa è la meta di chi vuole interpretare estensivamente. Ciò che, peraltro, avvicina molto l'interpretazione estensiva a quella letterale (almeno, nel senso in cui l'intendiamo noi). Noi abbiamo già definito il significato estensionale di una parola come quella classe di persone/cose/comportamenti/fatti cui essa si riferisce. Questa classe non si può, tuttavia, riempire una volta per tutte essendo soggetta a un periodico "aggiornamento" che tenga conto, tra l'altro, anche dei mutamenti avvenuti in una certa varietà di contesti in cui la parola vive. Quanto detto è tanto più vero se trasferito alle norme. Interrogarsi sul significato estensionale di una norma vuol dire chiedersi a quali persone/cose/comportamenti/fatti quella norma possa applicarsi. L'occasione per porsi tale domanda e, quindi, anche per aggiornare le risposte è data dal continuo presentarsi, all'attenzione dell'interprete, di casi concreti (e soggetti/fatti/comportamenti protagonisti di questi casi). (...) Da quanto detto può evincersi che l'interpretazione estensiva sia una delle tecniche interpretative più adatte a far raggiungere esiti evolutivi all'interpretazione della legge».

considerata l'istituto dell'analogia giuridica. L'interpretazione si incentra, in particolare, sulla locuzione "attività pericolose", della quale occorre determinare il significato. Rispetto all'opinione tradizionale, tale significato è stato esteso sino a ricomprendere tutte le attività potenzialmente lesive (di interessi sia personali sia patrimoniali), a prescindere da quale sia la componente (materiale o intellettuale) in esse prevalente; si tratta, perciò, di interpretazione estensiva. Il risultato raggiunto guarda ai mutamenti intervenuti nella società dall'epoca dell'emanazione della norma ad oggi, adattandola al contesto attuale: si tratta, perciò, altresì, di interpretazione evolutiva. Ancora, si tratta di interpretazione letterale, in quanto analizza il significato dei termini impiegati dal legislatore; e la lettera della norma è sufficientemente ampia ed indeterminata da accogliere l'interpretazione che qui si propone⁶¹¹. Si ricorda, infine, che il riferimento al significato comune che i termini hanno al tempo dell'interpretazione rende compatibile l'interpretazione letterale con l'interpretazione evolutiva.

⁶¹¹ Si può allora parlare di interpretazione dichiarativa *lata* od interpretazione estensiva in senso *debole* o relativo, ossia di quella interpretazione che «sfrutta in senso estensivo tutta la elasticità di significato degli enunciati legislativi derivante dalla loro indeterminatezza ed ambiguità (...). Gli esiti estensivi sono dunque il risultato di una attività interpretativa condotta (...) *secundum litteram*», che si contrappone all'interpretazione estensiva in senso *forte* o assoluto, che non rispetta i limiti del significato degli enunciati legislativi, «sul presupposto che il legislatore non sia riuscito ad esprimere adeguatamente quanto intendeva disporre. Gli esiti estensivi sono dunque il risultato di una attività interpretativa condotta (...) *contra litteram*» (BELVEDERE A., *op. cit.*, pp. 563-564).

3.3. Le agenzie di *rating* e la responsabilità per attività pericolose. Considerazioni conclusive

Giunti a questo punto, non resta che tirare le fila del discorso e spiegare per quale motivo si ritiene che l'attività delle agenzie di *rating* del credito possa essere ricompresa nel novero delle attività pericolose di cui all'art. 2050 cod. civ., interpretato secondo l'accezione *supra* indicata.

L'interrogativo al quale bisogna rispondere è se l'attività di classamento del merito di credito posseda quella connotazione di pericolosità intrinseca che autorizza l'operatività della responsabilità speciale di cui all'art. 2050 cod. civ.. Si ritiene che al quesito debba essere data risposta affermativa.

L'attività delle agenzie di *rating* è attività potenzialmente ed intrinsecamente pericolosa, sia per gli emittenti, sia per gli investitori, sia (nel complesso) per l'economia nazionale di interi Paesi (si pensi agli interessi collettivi alla tutela del risparmio ed all'integrità dei mercati). Il *rating* condiziona pesantemente le scelte d'investimento dei risparmiatori, influisce sui tassi di interesse che l'emittente deve offrire per ottenere finanziamenti esterni, determina il successo o l'insuccesso commerciale delle emissioni di titoli, in taluni casi è condizione necessaria per l'accesso al mercato.

Già con riferimento al danno da informazione economica inesatta diffusa dal giornalista finanziario la dottrina ha rilevato come entrino in gioco molteplici e relevantissimi interessi: «nella fattispecie entr[a]no in gioco, accanto alle ragioni dell'emittente, la cui reputazione economica viene pregiudicata da un'informazione errata, ovvero del risparmiatore, il cui patrimonio perde valore a seguito di un investimento non proficuo compiuto sulla base di informazioni errate, “interessi di carattere generale, che

vanno dalla tutela dei risparmiatori ‘uti singuli’, a quella del risparmio pubblico, come elemento di valore della economia nazionale, a quella della stabilità del sistema finanziario (...); alla esigenza di preservare il mercato da inquinamenti derivanti dall’impiego di risorse provenienti da circuiti illegali, a quella di rendere efficiente il mercato dei valori mobiliari, con vantaggi per le imprese e per la economia pubblica, interessi tutti chiaramente prevalenti su quelli del privato, che pure di riflesso ne rimane tutelato”»⁶¹². A maggior ragione tali interessi possono essere pregiudicati dalle valutazioni inesatte delle agenzie di *rating* che, al contrario dei giornalisti finanziari e dei *media* specializzati in genere, hanno un vero e proprio peso a livello regolamentare.

Le agenzie di *rating* esercitano un’attività pericolosa non tanto perché possono “informare male”, rilasciando valutazioni non corrispondenti al reale merito di credito dell’entità valutata, ma piuttosto perché queste informazioni (*credit rating*) sono finalizzate (non a far conoscere dati, ma) a determinare scelte. La valutazione del *rater* costituisce, difatti, il presupposto dell’azione per il comportamento dei soggetti cui il *rating* è rivolto, che ne sono (in misura maggiore o minore, a seconda della categoria di investitore – più o meno esperto – che viene in luce) dipendenti. La pericolosità dell’attività di classamento del merito creditizio consiste, pertanto, nel carattere determinante ed assorbente dell’informazione rispetto alle scelte di comportamento assunte da coloro che di quell’informazione usufruiscono (gli utenti del *rating*).

⁶¹² DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 291-292, che cita un brano tratto da Cass., 7 marzo 2001, n. 3272.

Il ricorso alla disciplina di cui all'art. 2050 cod. civ. in materia di responsabilità delle agenzie di *rating* appare particolarmente indicato per assicurare una tutela effettiva a coloro che patiscono un danno in seguito alla emissione di valutazioni errate. Si ricordino, infatti, i rilevanti ostacoli di ordine probatorio che l'investitore-danneggiato si trova a dover affrontare utilizzando il paradigma generale di responsabilità *ex art.* 2043 cod. civ., ostacoli che si verrebbero in parte a ridurre ove si applicasse la responsabilità per attività pericolose: fermo l'onere, in capo all'investitore-danneggiato, di dimostrare il nesso causale esistente tra l'esercizio dell'attività pericolosa ed il danno patito, lo stesso sarebbe però sollevato dall'onere di fornire la prova della sussistenza dell'elemento soggettivo (dolo o colpa) in capo all'agenzia di *rating* presunta danneggiante, e ciò sia ove si aderisca alla tesi secondo cui l'art. 2050 cod. civ. integrerebbe un'ipotesi di responsabilità oggettiva (poiché in tal caso si prescinderebbe totalmente dall'esistenza o meno dell'elemento soggettivo in capo al danneggiante) sia ove si preferisca la tesi secondo cui l'art. 2050 cod. civ. integrerebbe un'ipotesi di responsabilità aggravata (poiché in tal caso incomberà in capo al danneggiante la prova di aver agito con la dovuta diligenza).

Considerata la peculiare natura dell'attività di classamento del merito creditizio, consistente nella formulazione di previsioni sulla affidabilità creditizia di un emittente e/o di una emissione e sulla futura capacità di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi, si ritiene che il paradigma della responsabilità aggravata appaia più consono all'ipotesi in esame⁶¹³.

⁶¹³ A favore di una responsabilità per colpa presunta anche ALPA G., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi*

Un'ultima considerazione. In un'ottica di teoria generale del diritto, la ricerca di un'opzione interpretativa della norma di cui all'art. 2050 cod. civ. volta ad assicurare una tutela effettiva a favore della categoria degli investitori appare giustificata sia alla luce della tendenza generale dell'ordinamento a tutelare la parte debole (cfr., ad es., la normativa a tutela del consumatore), sia sulla base della considerazione per cui la salvaguardia dell'interesse collettivo all'integrità dei mercati passa (anche) attraverso la correttezza dell'informazione e, quindi, la tutela dei soggetti danneggiati dalla diffusione di informazioni inesatte.

sistematici, cit., pp. 81-82 («Le incertezze che si pongono dinanzi a tale problematica inducono ad ipotizzare che l'unica via percorribile per l'individuazione di una giusta tutela risarcitoria a favore dell'investitore sia quella della responsabilità aquiliana, eventualmente aggravata dalla configurazione di un regime di "colpa presunta", cui si correla l'inversione dell'onere della prova in capo all'agenzia di *rating*. Con ciò escludendo, ovviamente, potenziali ricorsi a profili di responsabilità oggettiva, la quale, in virtù dei suoi profili costitutivi, non tiene conto del diverso grado di affidamento che gli investitori ripongono nelle valutazioni in questione») e SANNA P., *op. cit.*, p. 162: «*De jure condendo*, sarebbe tuttavia auspicabile che, almeno con riferimento al caso di danno subito dagli investitori non qualificati, il legislatore introducesse un regime di inversione dell'onere della prova analogo a quello previsto dall'art. 23, comma 6, t.u.f., per gli intermediari, in modo da addossare alle agenzie di *rating* "l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta"»).

BIBLIOGRAFIA

- ABRANTES-METZ R.M. e TEODOSIEVA K.T., *What's to be Done with Rating Agencies? Understanding the Problem to Find a Solution (July 1, 2013)*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2288195> oppure all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2288195>
- ADRIANO G.C., *Patti di manleva e circolazione del costo del danno*, Cedam, Padova, 2012
- AKERLOF G.A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quart. J. Econ.*, 84, 1970, p. 488
- ALPA G., *Il danno da informazione economica*, in *Riv. not.* 1977, 6, pp. 1091 ss.
- ALPA G., *Il problema della atipicità dell'illecito*, Jovene, Napoli, 1979
- ALPA G., *L'informazione del risparmiatore*, in *Dir. informaz. e informatica*, 1990, 2, pp. 335 ss., oppure in *Banca borsa tit. credito* 1990, 4, pp. 476 ss.
- ALPA G., *La normativa sui dati personali. Modelli di lettura e problemi esegetici*, in *Dir. dell'informazione e dell'informatica* 1997, 4-5, pp. 703 ss.
- ALPA G., *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca borsa titoli cred.*, 1998, 3, I, pp. 372 ss.

ALPA G., *Trattato di diritto civile, I, Storia, fonti, interpretazione*, Giuffrè, Milano, 2000, pp. 701 ss.

ALPA G., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2013, 2, I, pp. 71 ss.

ALPA G.e BARCA A., *Servizi finanziari e tutela del consumatore*, in *I contratti di finanziamento e le garanzie reali nella prospettiva europea = Financial contracts and secured transactions in the European perspective*, (Quaderni del Dipartimento di Scienze Giuridiche) (2003) 7, pp. 25 ss.

AMATO G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze University Press, Firenze, 2013

AMMANNATI L., *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, in www.rivistadirittoalimentare.it, Anno VI, n. 1 – gennaio-marzo 2012

ANTONUCCI A. e PARACAMPO M.T., *Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca borsa titoli di credito* 2007, 3, pp. 285 ss.

Associazione laureati LUISS, *Regolazione e mercato*, intervento del presidente della Consob Lamberto Cardia, Roma, 24 aprile 2009, disponibile sul sito www.consob.it

Audizione della dott.ssa M. Pierdicchi, direttore generale per l'Italia della Standard&Poor's, Commissioni 6^a e 10^a riunite del Senato della Repubblica, *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, 3 febbraio 2004, disponibile all'indirizzo http://www.senato.it/documenti/repository/commissioni/RiuniteCongiunte/6_10evi_x/Indagini%20conoscitive/ic-6-10-VI-X-007d.pdf

BACCIARDI M., *Lo strano caso delle società di rating*, 21 marzo 2007, disponibile all'indirizzo http://www.brunoleonimedia.it/public/BP/IBL_BP_70_Rating.pdf

BARDUSCO A., *La direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio europeo del 4 novembre 2003*, in *Le nuove regole del mercato finanziario: la legge 28 dicembre 2005, n. 262 "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"*, a cura di F. Galgano e F. Roversi Monaco, Cedam, Padova, 2009

BECKER B. e MILBOURN T., *Reputation and competition: evidence from the credit rating industry*, June 21, 2009, Working Paper 09-051, Harvard Business School, disponibile all'indirizzo <http://dev3.cepr.org/meets/wkcn/1/1748/papers/Becker.pdf>

BECKER B. e MILBOURN T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?* (September 21, 2010). *Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-051*, disponibile all'indirizzo

<http://ssrn.com/abstract=1278150> or
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1278150>

BELVEDERE A., *Interpretazione estensiva e analogia: alcune considerazioni*, in *Diritto privato*, 2001-2002, Cedam, Padova, 2003, pp. 557 ss..

BENEDETTELLI M.V., *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 475 ss.

BENEDETTI A., *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione*, in *Costituzionalismo.it*
(http://www.costituzionalismo.it/articoli/425/#_ftn2), 2012, 2

BENEDETTI A.P., *Assegno non trasferibile, banca girataria e contatto sociale: responsabilità contrattuale?*, in *Danno e resp.* 2008, 2, pp. 165 ss.

BENVENUTO S., *L'azione di classe privata*, disponibile all'indirizzo
<http://www.personaedanno.it/enciclopedia/azione-di-classe-privata>

BERLINGIERI M., *La responsabilità civile derivante dal trattamento dei dati personali: natura giuridica, conseguenze, oneri probatori*, Roma, giugno 2001, in www.privacy.it

BIANCA C.M., *Il contratto*, fa parte di *Diritto civile*, 2^a ed., Giuffrè, Milano, 2000

- BIANCO G., *Costituzione economica e ordine pubblico economico*, UTET, Torino, 2008
- BOZZI L., *Alla ricerca del contratto gratuito atipico*, in *Riv. dir. civ.* 2004, 2, II, pp. 209 ss.
- BRAVO F., *Regole generali applicabili a tutti i trattamenti di dati personali*, sezione I del capitolo *Le condizioni di liceità del trattamento di dati personali*, in *Il Codice in materia di protezione dei dati personali. Commentario sistematico al D.Lgs. 30 giugno 2003 n. 196*, a cura di J. Monducci-G. Sartor, Cedam, Padova, 2004, pp. 61 ss.
- BRUNER C.M., *States, Markets, and Gatekeepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization*. Michigan Journal of International Law, Vol. 30, No. 1, 2008; Society of International Economic Law (SIEL) Inaugural Conference Paper, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1152307>
- BRUNO F. e ROZZI A., commento a Tribunale di Venezia, 5 novembre 2009, in *Corriere del merito* 2010, 2, pp. 146 ss.
- BRUNO S., *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto e impresa* 2001, 3, pp. 1287 ss.
- BUONOMO G., *Il nuovo processo telematico nell'era dell'amministrazione digitale*, Giuffrè, Milano, 2009, pp. 176 ss.

- BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa* 1991, pp. 539 ss.
- BUSNELLI F.D., *Considerazioni introduttive*, in Busnelli-Bessone (a cura di), *La vendita “porta a porta” di valori mobiliari*, Giuffrè, Milano, 1992, pp. 3 ss.
- BUSNELLI F.D. e PATTI S., *Danno e responsabilità civile*, 2^a ed., Giappichelli, Torino, 2003
- BUSSANI M., *Gli agenti irresponsabili*, in *Limes* 2011, 6, disponibile all'indirizzo http://www.astrid-online.it/dossier--d1/note-e-con/bussani_limes-6_2011.pdf
- BUSSANI M., *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue* (August 27, 2011), p. 6, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1515285>
- BUTTARELLI G., *Banche dati e tutela della riservatezza. La privacy nella Società dell'Informazione*, Giuffrè, Milano, 1997, pp. 349 ss.
- CANTOR R. e PACKER F., *The Credit Rating Industry*, *FRBNY Quarterly Review / Summer-Fall 1994*, disponibile all'indirizzo http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.pdf

- CAPRIGLIONE F., *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca borsa titoli di credito* 2008, 1, I, pp. 20 ss.
- CARINGELLA F. e BUFFONI L., *Manuale di diritto civile*, 4^a ed., Dike, Roma, 2013
- CARRIERO G., *Brevi note sulle agenzie di rating*, in *Foro it.* 2012, 2, V, pp. 49 ss.
- CARUSI D., *La responsabilità*, in *La disciplina del trattamento dei dati personali*, a cura di V. Cuffaro e V. Ricciuto, Giappichelli, Torino, 1997, pp. 374 ss.
- CASTRONOVO C., *Profili della responsabilità medica*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno, V, Responsabilità civile e tutela dei diritti*, Giuffrè, Milano, 1998, pp. 117 ss.
- CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, 3^a ed., Giuffrè, Milano, 2006
- CAVALIERI E., *La nuova disciplina europea del rating delle banche*, in *Giorn. dir. amm.* 2013, 10, pp. 931 ss.
- CELLINO M., *Rating alle banche, favorite le big*, in *Il Sole 24 Ore* del 23 ottobre 2012, p. 14
- CELLINO M., *Rubare spazi ai «big» delle pagelle non sarà facile*, in *Il Sole 24 Ore* del 24 ottobre 2012, p. 4
- CERVONE E., *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2009, pp. 280 ss.

CIRILLO G.P., *La tutela della privacy nel sistema del nuovo codice sulla protezione dei dati personali. Tutela civile – in via amministrativa – penale*, Cedam, Padova, 2004, pp. 77 ss.

COFFEE J.C., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid* (July 30, 2002). *Columbia Law & Economics Working Paper No. 207*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=325240> oppure all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.325240>

COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006

COFFEE J.C., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly* (September 2010). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 375*; *ECGI - Law Working Paper No. 162/2010*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1650802>

COLTRO CAMPI C., *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, UTET, Torino, 1991

COMANDÈ G., *Art. 15 (Danni cagionati per effetto del trattamento)*, in *La protezione dei dati personali. Commentario al d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196 («Codice della privacy»)*, a cura di C.M. Bianca e F.D. Busnelli, tomo I, Cedam, Padova, 2007, pp. 362 ss.

COMPORITI M., *Fatti illeciti: le responsabilità oggettive*, fa parte di *Il Codice Civile. Commentario*, fondato e già

diretto da P. Schlesinger, continuato da F.D. Busnelli,
Giuffrè, Milano, 2009

COVAL J.D., JUREK J.W. e E. STAFFORD, *The Economics of Structured Finance* (October 20, 2008). *Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-060*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1287363> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1287363>

D'ALFONSO G., *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.* 2008, 12, pp. 965 ss.

D'ARRIGO R., in *Codice in materia di protezione dei dati personali. Commento articolo per articolo al testo unico sulla privacy, D.lgs. 30 giugno 2003, n. 196*, a cura di G. Cassano e S. Fadda, Ipsoa, 2004, pp. 122 ss.

DALLOCCHIO M. e SALVI A., *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?*, in *Economia & management* 2006, 4, pp. 79 ss.

DARBELLAY A. e PARTNOY F., *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform* (April, 18 2012). *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, 2012, Forthcoming; San Diego Legal Studies Paper No. 12-082, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2042111>

DE CUPIS XXX, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario Scialoja e Branca, sub art. 2050*, Bologna-Roma, 1971

- DE MINICO G., *La Costituzione difende il risparmio. E il legislatore?*, disponibile all'indirizzo <http://archivio.rivistaaic.it/dibattiti/libertaeconomiche/deminico.html>
- DE NOVA G., *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti* 2005, 7, pp. 709 ss.
- DEL NINNO A., *La tutela dei dati personali. Guida pratica al Codice della privacy (d.lgs. 30.6.2003, n. 196)*, Cedam, Padova, 2006, pp. 827 ss.
- DI AMATO A., *Il danno da informazione economica*, ESI, Napoli, 2004
- DI AMATO A., *Informazione economica e responsabilità civile*, in *Anal. giur. econ.* 2006, 2, pp. 289 ss.
- DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Cedam, Padova, 2012
- DI MAJO A., *La tutela civile dei diritti*, 3^a ed., fa parte di *Problemi e metodo del diritto civile*, Giuffrè, Milano, 2001
- DI MARTINO V., *La responsabilità civile nelle attività pericolose e nucleari*, Giuffrè, Milano, 1979
- DI NOLA A., *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, in *Riv. dir. comm. indust. maritt.* 1904, II, I, pp. 345 ss.

- DI RIENZO M., *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in AA. VV., *Le fonti private del diritto commerciale*, a cura di V. Cataldo e P. Sanfilippo, Milano, 2008
- DI VINCENZO M., *Società di rating: la minaccia fantasma. Verso una graduale erosione del loro potere*, in *Diritto e normativa finanziaria* 2013, 1, pp. 95 ss.
- DRIGO F., *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.* 2006, 2, pp. 488 ss.
- ENRIQUES L. e GARGANTINI M., *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi Giur. dell'Econ.*, 2010, 2, pp. 475 ss.
- FACCI G., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. e prev.* 2007, 4, pp. 912 ss.
- FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 1, pp. 164 ss.
- FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009
- FERRARINI G., *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca borsa titoli di credito* 1982, 2, pp. 215 ss.

- FERRI G.B., voce *Ordine pubblico (dir. priv.)*, in *Enciclopedia del diritto*, XXX, Giuffrè, 1980, pp. 1038 ss.
- FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, Il Mulino, Bologna, 2009
- FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 299 ss.
- FRANZONI M., *Dei fatti illeciti. Art. 2043-2059*, fa parte di *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1993, pp.
- FRANZONI M., *Dati personali e responsabilità civile*, in *Resp. civ. e prev.* 1998, 4-5, pp. 901 ss.
- FRANZONI M., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.* 2002, 1, pp. 110 ss.
- FRANZONI M., *Trattato della responsabilità civile*, I, *L'illecito*, 2^a ed., Giuffrè, Milano, 2010
- FRANZONI M., *Dalla colpa grave alla responsabilità professionale*, Giappichelli, Torino, 2011
- FRANZONI M., *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, in *Resp. civ. e prev.* 2011, 9, pp. 1693 ss.
- FRIGENI C., *Segnalazioni presso le centrali rischi creditizie e tutela dell'interessato: profili evolutivi*, in *Banca Borsa Titoli di Credito* 2013, 4, pp. 365 ss..

- FUSARO A., *Informazioni economiche e “reputazione d’impresa” nell’orizzonte dell’illecito civile*, Giappichelli, Torino, 2010
- FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell’emittente*, in *Contr. e impr.* 2012, 1, pp. 181 ss.
- GABBI G., *Definizione, misurazione e gestione del rischio reputazionale degli intermediari bancari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, 1, pp. 51 ss.
- GALGANO F., *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto e impresa* 1985, 1, pp. 1 ss.
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, vol. III, 2^a ed., Cedam, Padova, 2010
- GASPARINI CASARI V., *Le agenzie di rating*, in *Dir. econ.* 2011, 3-4, pp. 637 ss.
- GIARDINA F., *La distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, a cura di Visintini, vol. 1, 2009
- GIRINO E., *Quella leggina che nessuno vuole scrivere per frenare i signori del rating*, in *Milano Finanza* del 16 luglio 2011, p. 8
- GIRINO E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nel Regolamento n. 462/2013*, in *Amministrazione e Finanza* 2013, 9, pp. 71 ss.

- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008
- GIUDICI P., *L'azione di classe e la responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in *Class action: il nuovo volto della tutela collettiva in Italia. Atti del Convegno*, Giuffrè. Milano, 2011, pp. 191 ss.
- GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Società* 2011, 12, pp. 1451 ss.
- GOMMELLINI A., *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i Modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di «salvataggio» del rating dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di leasing e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di «Basilea 2»)*, in *Dir. ban. merc. fin.* 2004, 4, I, pp. 589 ss.
- GORLA G., *Sulla cosiddetta causalità giuridica: «fatto dannoso e conseguenze»*, in *Riv. dir. comm. dir. gen. obbl.* 1951, I, pp. 405 ss.
- GRANATA E., *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 375 ss.
- GRAZIUSO E., *La tutela del consumatore contro le clausole abusive*, Giuffrè, Milano, 2010, pp. 158 ss.
- GRECO F., *Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, nota a Tribunale Bari 1°

- ottobre 2009, n. 2866, disponibile all'indirizzo http://www.almaiura.it/images/upload/greco-obbligazioni_cirio.pdf
- GRECO F., *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2010, pp. 1 ss.
- GRECO F., *Il consumatore-risparmiatore e gli obblighi informativi «continuativi» tra fonte legale e fonte convenzionale*, in *Resp. civ. e prev.* 2011, 6, pp. 1357 ss.
- GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.* 2013, 5, pp. 1452 ss.
- GRECO V., *L'interpretazione evolutiva della legge*, L'Autore Libri Firenze, Firenze, 2006
- GRITTI F., in *Il codice del trattamento dei dati personali*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Giappichelli, Torino, 2007, pp. 155 ss.
- GUARNERI A., voce *Ordine pubblico*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche. Sezione Civile*, XIII, Utet, Torino, 1995, pp. 154 ss..
- HEGGEN J.W., *Not Always the World's Shortest Editorial: Why Credit-Rating-Agency Speech Is Sometimes Professional Speech*. 96 Iowa L. Rev. 1745-1766 (2011), disponibile all'indirizzo http://www.uiowa.edu/~ilr/issues/ILR_96-5_Heggen.pdf

HILL C.A., *Regulating the Rating Agencies*. *Washington University Law Quarterly*, Vol. 82, 2004, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=452022>

HUNT J.P., *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement (September 5, 2008)*. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, No. 1, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1267625> oppure all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1267625>

HUSISIAN G., *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell law rew.* 1990, 75

Intervento del Presidente della Consob Lamberto Cardia, *La tutela del consumatore nei servizi finanziari*, Roma, 19 marzo 2010, disponibile sul sito www.consob.it

JEON D.S. e LOVO S., *Credit rating industry: A helicopter tour of stylized facts and recent theories*, *International Journal of Industrial Organization* (2013), disponibile all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijindorg.2013.02.004> oppure all'indirizzo <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167718713000155>

KORMOS B.J., *Quis Custodiet Ipsos Custodes? Revisiting Rating Agency Regulation* (October 14, 2008). *International Business Law Journal*, Vol. 4, p. 569, 2008, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1085132>

KRUGMAN P., *The Plot Against France*, in *The New York Times*, November 10, 2013, disponibile all'indirizzo http://www.nytimes.com/2013/11/11/opinion/krugman-the-plot-against-france.html?_r=1&

KUHNER C., *Financial Rating Agencies: Are They Credible? - Insights into the Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Risk*, *Schmalenbach Business Review*, Vol. 53, January 2001, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=262298> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.262298>

LEMMA V., «Soft law» e regolazione finanziaria, in *Nuova giur. civ. comm.* 2006, 11, II, pp. 600 ss.

LENER R. e RESCIGNO M., *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 353 ss.

LINCIANO N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca impresa società* 2004, 2, pp. 289 ss.

LINCIANO N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, n. 62, settembre 2008

LONGO M., *Ecco le sospette manipolazioni*, in *IlSole24Ore* del 14 ottobre 2012, p. 11

LONGO M., *Parte la sfida alle «sorelle» del rating*, in *Il Sole 24 Ore* del 24 ottobre 2012, p. 4

LONGO M., *Contro le manipolazioni servono nuove regole*, in *IlSole24Ore* del 13 novembre 2012, p. 12

MAFFEIS D., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.* 2005, 3, pp. 575 ss.

MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti* 2008, 4, pp. 403 ss.

MANCINELLI L., *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria* 2005, 3, pp. 54 ss.

MANSEL H.P., *L'immaterialità e l'ubiquità dell'informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità per informazione. Elementi di un ordinamento dell'informazione*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno, V, Responsabilità civile e tutela dei diritti*, Giuffrè, Milano, 1998, pp. 297 ss.

MANTOVANI M., *sub art. 2048*, in *Dei fatti illeciti: artt. 2044-2059*, a cura di U. Carnevali, fa parte di *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, UTET, Torino, 2011, pp.

MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.* 2008, 7, pp. 635 ss.

- MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti* 2010, 4, pp. 289 ss.
- MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.* 2012, 5, pp. 352 ss.
- MARINO G., *L'obbligo del rendiconto ed il recesso anticipato del cliente nel contratto di gestione di patrimoni*, in *Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente* 2012, vol. X, pp. 41 ss.
- MAZZON R., *Responsabilità oggettiva e semioggettiva*, UTET, Torino, 2012
- MAZZONI A., *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Anal. giur. econ.* 2002, 1, pp. 209 ss.
- MERUSI F., *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca borsa titoli di credito* 2009, 3, pp. 253 ss.
- MONATERI P.G., *La responsabilità civile*, Utet, Torino, 2006, pp. 422 ss.
- MONTALENTI P., *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.* 2013, 3, I, pp. 511 ss.
- MONTI E., *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria* 1995, 4, pp. 8 ss.

- MOROZZO DELLA ROCCA P., *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. critica dir. privato*, 1991, 4, pp. 865 ss.
- MUSIO A., *Profili civilistici del danno all'immagine delle persone giuridiche*, in F. AVERSANO, A. LAINO e A. MUSIO, *Il danno all'immagine delle persone giuridiche. Profili civilistici, penalistici ed erariali*, Giappichelli, Torino, 2012
- MUSOLINO G., *Contratto d'opera professionale. Artt. 2229-2238*, fa parte di *Il Codice Civile. Commentario*, fondato e già diretto da P. Schlesinger, continuato da F.D. Busnelli, Giuffrè, Milano, 2009
- NAGY T., *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, 94 MINN. L. REV. 140, 144 n. 30 (2009), disponibile all'indirizzo http://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2011/08/Nagy_MLR.pdf
- NIGER S., *Le nuove dimensioni della privacy: dal diritto alla riservatezza alla protezione dei dati personali*, Cedam, Padova, 2006, pp. 140 ss.
- OLIVIERI G., *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 283 ss.
- ONADO M., *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009

ORHAN M. e ALPAY R., *Towards More Objective Credit Rating* (August 15, 2011), disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1909737> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1909737>

Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter, *Aggiornamento normativo: le agenzie di rating e il regolamento n. 462 del 2013*, luglio 2013, disponibile all'indirizzo <http://www.orrick.com/Events-and-Publications/Documents/Client-Alert-Luglio-2013-Aggiornamento-normativo-Le-agenzie-di-rating-e-il-regolamento-n-462-del-2013.pdf>

PANETTA R., *La circolazione delle informazioni economiche*, in *Privacy*, a cura di A. Clemente, Cedam, Padova, 1999, pp. 603 ss.

PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.* 2010, 1, I, pp. 121 ss.

PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa società* 2010, 3, pp. 459 ss.

PARMEGGIANI F., *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, pp. 472 ss.

PARMEGGIANI F. e SACCO GINEVRI A., *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Nuove leggi civ. comm.* 2012, 1, pp. 45 ss.

PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, in R. M. Levich-G. Majnoni-C. Reinhart (a cura di), *Rating, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, 2002, pp. 65 ss.

PARTNOY F., *Legislative Solutions for the Rating Agency Duopoly*, House Hearing, June 29, 2005, consultabile all'indirizzo <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-109hhr26274/html/CHRG-109hhr26274.htm>

PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. FINANCIAL GATEKEEPERS: CAN THEY PROTECT INVESTORS?*, Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006; San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=900257>

PARTNOY F., *Do away with rating-based rule*, in *Financial Times*, 9 luglio 2008, disponibile all'indirizzo <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2f2af9dc-4d5d-11dd-8143-000077b07658.html#axzz2e9lxxzwC>

PERASSI M., *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in *Anal giur. econ.* 2012, 2, pp. 407 ss.

PERLINGIERI P., *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.* 1990, 2, pp. 326 ss.

PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari finanziari: tutela del risparmiatore incolpevole o*

- «copertura assicurativa» per l'investimento sfortunato?,
in *Banca imp. soc.*, 2008, 3, pp. 389 ss.
- PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubb.* 2011, 1, pp. 179 ss.
- PIAZZA G., *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corriere Giur.*, 2005, 7, pp. 1027 ss.
- PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.* 2009, 6, I, pp. 713 ss.
- PIERDICCHI M., *I rischi della regolamentazione dei rating*, 1° marzo 2012, in www.lavoce.info (<http://archivio.lavoce.info/articoli/pagina1002903-351.html>)
- PIERDICCHI M. (Head of Southern Europe di Standard & Poor's), *Le misure per un rating senza conflitti (d'interesse)*, in *Il Sole 24 Ore* del 6 ottobre 2012, p. 18
- PILUTTI E., *Le agenzie di rating come strumento di controllo sulla global governance*, in *Riv. coop. giur. int.* 2012, 42, pp. 181 ss.
- PINELLI C., *Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2012, 4, pp. 229 ss..
- PINELLI C., *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in [Costituzionalismo.it](http://www.costituzionalismo.it) (<http://www.costituzionalismo.it/articoli/413/>), 2012, 2

- PISANI MASSAMORMILE A., *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa titoli di credito* 2005, 6, I, pp. 760 ss.
- PONZANELLI G., *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 441 ss.
- PORTALE G.B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *L'informazione societaria, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, Giuffrè, Milano, 1982
- POTTINO S., *Gli analisti finanziari e le agenzie di rating*, in *Le nuove regole del mercato finanziario. La legge 28 dicembre 2005, n. 262: "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari"*, a cura di F. Galgano e F. Roversi-Monaco, Cedam, Padova, 2009, pp. 244 ss.
- PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, 2009
- PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus* 2009, 1, pp. 65 ss.
- PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 251 ss.
- PROSPERETTI L., *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 455 ss.

- ROMANO B., *I rating? Potrebbe assegnarli la Bce*, in *Il Sole 24Ore* del 4 marzo 2010, p. 10.
- RONCHI M., *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, in *Resp. civ. e prev.* 2000, 3, pp. 593 ss.
- ROPPO V., *Il contratto*, Giuffrè, Milano, 2001
- ROPPO V., *La responsabilità civile, e l'anima*, in *Danno e resp.* 2002, 1, pp. 100 ss.
- RORDOF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.* 2002, I, pp. 773 ss.
- ROSSANO D., *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2012, 1, II, pp. 1 ss.
- ROSSETTI M., in *Dei fatti illeciti*, a cura di U. Carnevali, fa parte di *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, sub art. 2050 cod. civ., Utet, Torino, 2011, pp. 198 ss.
- RUOZI R., *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, in AA. VV., *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, EGEA, Milano, 1990, pp. 3 ss.
- SACCO GINEVRI A., *Le agenzie di rating*, in *Consumerism 2010. Terzo rapporto annuale*, disponibile all'indirizzo http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnline5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Economia/2010/11/Rapporto_

Consumerism_2010_completo.pdf?uuid=37af029a-f190-11df-976f-b9ac9dd44443

SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove leggi civ. comm.* 2010, 2, pp. 291 ss.

SALERNO L., *Brevi note in tema di «luogo dell'evento dannoso» ed itinerario interpretativo dell'art. 5 n. 3 del Regolamento CE 44/2001*, in *Resp. civ. e prev.* 2013, 3, pp. 893 ss.

SALNITRO N., *Capitalizzazione e crisi economica*, in *Banca borsa titoli credito* 2010, 2, pp. 125 ss.

SAMMARCO P., *Le clausole contrattuali di esonero e trasferimento della responsabilità inserite nei termini d'uso dei servizi del web 2.0*, in *Dir. informazione informatica* 2010, 4-5, p. 631 ss.

SAMPERI P.S., voce *Interpretazione della legge*, in *Dizionario pratico del diritto privato*, diretto da Scialoja-de Ruggiero-Bonfante, Vallardi, Milano, 1923, pp. 804 ss.

SANGIOVANNI V., *Segnalazioni alla Centrale dei rischi e questioni di responsabilità civile*, in *Danno e resp.* 2013, 3, pp. 250 ss.

SANNA P., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, ESI, Napoli, 2011

SANTORO A., *La responsabilità da contatto sociale*, Giuffrè, Milano, 2012

- SAPONARO M., *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno e resp.* 2013, 2, pp. 186 ss.
- SARESELLA W., in AA.VV., *Codice della privacy. Commento al Decreto Legislativo 30 giugno 2003, n. 196 aggiornato con le più recenti modifiche legislative*, tomo I, Giuffrè, Milano, 2004, pp. 198 ss.
- SCALISI A., *Il diritto alla riservatezza. Il diritto all'immagine, il diritto al segreto, la tutela dei dati personali, il diritto alle vicende della vita privata, gli strumenti di tutela*, Giuffrè, Milano, 2002, pp. 550 ss.
- SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.* 1994, 3, pp. 167 ss.
- SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa* 2011, 3, pp. 764 ss.
- SCHWARCZ S.L., *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*. University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 1, 2002; Duke Law School, Public Law Working Paper No. 18, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=267273> oppure all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.267273>
- SCOGNAMIGLIO C., *Responsabilità dell'organo di vigilanza bancaria e danno meramente patrimoniale*, in *Banca borsa titoli credito* 1995, 5, pp. 534 ss.

- SEITZINGER M.V., *Credit Rating Agencies: Current Federal Oversight and Congressional Concerns*, September 26, 2006, disponibile all'indirizzo <http://stuff.mit.edu/afs/sipb/contrib/wikileaks-crs/wikileaks-crs-reports/RS22215.pdf>
- SICA S., *Art. 18 (Danni cagionati per effetto del trattamento di dati personali)*, in *La tutela dei dati personali: commentario alla l. 675/1996*, E. Giannantonio-M.G. Losano-V. Zeno Zencovich, 2^a ed., Cedam, Padova, 1999, pp. 242 ss.
- SIRIANNI G., *Il rating sovrano*, in *Costituzionalismo.it* (<http://www.costituzionalismo.it/articoli/434/>), 2012, 2
- SIRILLI G., voce *Società dell'informazione*, in *Enciclopedia della Scienza e della Tecnica* (2008), [http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-dell-informazione_\(Enciclopedia_della_Scienza_e_della_Tecnica\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/societa-dell-informazione_(Enciclopedia_della_Scienza_e_della_Tecnica)/)
- SPANO E., *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.* 1999, 4, I, pp. 436 ss.
- STANZIONE P., *Trattato della responsabilità civile*, vol. I, *Responsabilità contrattuale*, Cedam, Padova, 2012
- SUPPA M.P., *La tutela risarcitoria*, in *Privacy*, a cura di A. Clemente, Cedam, Padova, 1999, pp. 734 ss.
- SYLLA R., *A Historical Primer on the Business of Credit Rating*, Prepared for conference on "The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy," The World Bank, Washington, DC, March 1-2, 2001,

disponibile all'indirizzo
http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/historical_primer.pdf

SZEGO B. e GOBBO G., *Rating, mercato e regolatori. «Reliance» e «Over-reliance» sulle agenzie di rating*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 335 ss.

TONELLO M., *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, 3, pp. 930 ss.

TORTORANO F., *Il danno meramente patrimoniale. Percorsi giurisprudenziali e comparazione giuridica*, Giappichelli, Torino, 2001

TROISI A., *Diligenza e responsabilità delle agenzie di rating negli orientamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2012, 4, pp. 187 ss.

TROISI A. e ROMANO A., *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2013, 2, disponibile all'indirizzo http://www.fondazioneapriglione.luiss.it/2013_02_RTD E.pdf, pp. 111 ss.

TUCCI G., *Clausole vessatorie o abusive e disciplina dei contratti di investimento*, in *Rass. dir. civ.*, 1999, 1, pp. 131 ss.

TUCH A.F., *Multiple Gatekeepers* (March 23, 2010). *Virginia Law Review*, Vol. 96, Issue 7, pp. 1583-1672,

- 2010; Sydney Law School Research Paper No. 10/33,
disponibile all'indirizzo
<http://ssrn.com/abstract=1577405>
- UCCIARDELLO G., *La tutela dei risparmiatori*, in S. Amorosino (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008, pp. 35 ss.
- Università di Cagliari, *Crisi dei mercati tra diagnosi e terapia*, Intervento del presidente della Consob Lamberto Cardia, Cagliari, 2 ottobre 2009, disponibile su www.consob.it
- VAN DUNNÈ J.M., *Responsabilità per danno meramente patrimoniale: regola o eccezione?*, in *Danno e resp.* 2000, 2, pp. 121 ss.
- VAN ROY P., *Is there a difference between solicited and unsolicited bank ratings and, if so, why?* (January 17, 2006). National Bank of Belgium Working Paper, disponibile all'indirizzo
<http://ssrn.com/abstract=802085> or
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.802085>
- VELLA F., *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, in *Anal. giur. econ.* 2012, 2, pp. 323 ss.
- VELLUZZI V., *La distinzione tra analogia giuridica e interpretazione estensiva*, in *Interpretazione giuridica e retorica forense. Il problema della vaghezza del linguaggio nella ricerca della verità processuale*, a cura di M. Manzin e P. Sommaggio, Giuffrè, Milano, 2006, pp. 133 ss.

- VIOLA L., *La responsabilità civile in genere*, in *La responsabilità civile ed il danno*, vol. I, Halley, 2007
- VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impresa* 2007, 4-5, pp. 1011 ss.
- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, disponibile all'indirizzo
http://www.forumcostituzionale.it/site/images/stories/pdf/documenti_forum/paper/0157_zatti.pdf
- ZENO-ZENCOVICH V., voce *Cosa*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – Sezione Civile*, 4^a ed., vol. IV, Utet, Torino, 1989, pp. 438 ss.
- ZENO-ZENCOVICH V., voce *Informazione (profili civilistici)*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – Sezione civile*, 4^a ed., vol. IX, Utet, Torino, 1993, pp. 420 ss.
- ZENO-ZENCOVICH V., *La libertà d'espressione*, Il Mulino, Bologna, 2004
- ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2005, 6, pp. 929 ss.
- ZENO-ZENCOVICH V., *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, in *Anal. giur. econ.* 2006, 2, pp. 247 ss.

ZENO-ZENCOVICH V., *Comunicazione, reputazione, sanzione*, in *Dir. dell'informazione e dell'informatica* 2007, 2, pp. 263 ss.

ZIVIZ P., *Le attività pericolose*, in *Nuova giur. civ.*, 1988, II, pp. 179 ss.

ZIVIZ P., *Trattamento dei dati personali e responsabilità civile: il regime previsto dalla legge 675/96*, in *Resp. civ. e prev.* 1997, 5-6, pp. 1296 ss.