

# UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SIENA

**Facoltà di Economia**

***“Richard M. Goodwin”***

Dipartimento di Diritto dell'Economia

DOTTORATO DI RICERCA IN

**Diritto dell'Economia**

SEZIONE

***Diritto della Banca e del Mercato Finanziario***

Ciclo XXVI

COORDINATORE

Chiar.mo Prof. **Vittorio Santoro**

TITOLO DELLA TESI

**La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori**

Settore scientifico – disciplinare prevalente

**(IUS/04)**

DOTTORANDO

Dott. **Antonio Dell'Atti**

TUTUR

Chiar.ma Prof.ssa **Antonia Irace**

A.A. 2015 – 2016



## INDICE GENERALE

### CAPITOLO PRIMO

#### **Rating e mercato: il problema della qualificazione giuridica della responsabilità nei confronti degli investitori**

1. Introduzione	1
2. L'origine del fenomeno del rating	2
3. La regolazione del rating negli Stati Uniti	6
3.1. La responsabilità delle agenzie di rating negli Stati Uniti dopo il Dodd-Frank Act	11
3.2. Gli effetti del Dodd-Frank Act sulla giurisprudenza USA in tema di responsabilità civile delle agenzie di rating	12
4. La regolazione del rating in Europa	15
5. La funzione del rating nell'ottica della individuazione di una responsabilità civile	22
5.1. La mitigazione dell'asimmetria informativa nel mercato (c.d. funzione informativa) e la tutela dell'investitore	24
5.1.1. Rating e libertà di manifestazione del pensiero	30
5.1.2. Rating ed informazione finanziaria	35
5.2. La funzione regolatoria e di certificazione	38
5.2.1. Rating ed attestazione-certificazione	40
6. La problematica qualificazione della responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti dei terzi. Il modello della responsabilità da informazioni inesatte.	45

### CAPITOLO SECONDO

#### **Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori quale ipotesi di responsabilità extracontrattuale: la tesi aquiliana**

1. Introduzione	57
2. Atipicità dell'illecito ed individuazione della posizione giuridica soggettiva da tutelarsi. Il danno ingiusto e risarcibile	60
3. L'elemento soggettivo	69
4. La prova del doppio nesso di causalità tra scelta di investimento e rating, nonché tra illecito e danno. Il possibile correttivo della <i>fraud on the market</i>	74

*theory*

5. Il danno in concreto risarcibile	84
6. L'approccio aquiliano nella giurisprudenza di merito nazionale e gli effetti in tema di giurisdizione applicabile.	88

### **CAPITOLO TERZO**

#### **Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori come da responsabilità da affidamento: la tesi obbligatoria**

1. Introduzione	95
2. La natura della responsabilità precontrattuale: dalla <i>culpa in contrahendo</i> alla buona fede oggettiva	95
3. L'obbligazione senza prestazione e le obbligazioni pericontrattuali. Per uno statuto della responsabilità da affidamento per violazione della buona fede oggettiva applicabile alla responsabilità dell'agenzia di rating	102
3.1. L'origine del modello dell'obbligazione senza prestazione nella civilistica tedesca. Obblighi di protezione ( <i>Schutzpflichten</i> ) e responsabilità da lesione del legittimo affidamento ( <i>Vertrauenshaftung</i> )	102
3.2. L'obbligazione senza prestazione nella dottrina e giurisprudenza italiana	106

### **CAPITOLO QUARTO**

#### **Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori: l'opzione contrattuale**

1. Introduzione	121
2. Il superamento del principio della relatività del contratto e la tutela del terzo su cui ricadono effetti negativi dall'esecuzione della obbligazione	122
3. L'esperienza tedesca del contratto tacito di informazione, del contratto con effetti protettivi in favore del terzo e della interferenza del terzo qualificato nel contratto altrui	127
3.1. La <i>Drittschutzwirkung</i> e la <i>Sachwaltervertrag</i> quali modelli per la responsabilità dell'agenzia di rating nell'ordinamento tedesco	136
3.2. Il <i>Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte</i> nell'ordinamento italiano e l'applicabilità dell'impostazione alla responsabilità dell'agenzia di	139

rating	
4. Il modello di responsabilità civile verso i terzi dell'attestatore-certificatore	143
4.1. Una specifica ipotesi di responsabilità civile da certificazione. La responsabilità ai sensi dell'art. 168, TUF e dell'art. 2409 <i>sexies</i> c.c. (oggi art. 15, d. lgs. n. 39/2010)	144
5. L'ipotesi del contratto (gratuito?) atipico di utilizzo	150
5.1. La natura ed il contenuto dell'obbligazione contrattuale	155
5.2. Le clausole di esonero della responsabilità	158
5.3. Il concorso di colpa dell'investitore e la responsabilità dell'intermediario	161

## CAPITOLO QUINTO

### La responsabilità dell'agenzia di rating ex art. 35 bis, regolamento (CE) n. 1060/2009

1. La proposta di modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 della Commissione europea e le successive modifiche	167
2. Il regolamento (UE) n. 462/2013 (CRA 3) e l'introduzione del Titolo III <i>bis</i> nel Regolamento (CE) n. 1060/2009 (CRA 1). Una scelta di sostanziale irresponsabilità	170
2.1. La natura e le caratteristiche della responsabilità ex art. 35 bis CRA 1 nei confronti degli investitori	175
2.2. Le violazioni considerate fonte di responsabilità	177
2.2.1. Le violazioni connesse ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi ovvero operativi	177
2.2.2. Le violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza e relative alle disposizioni in materia informativa	184
2.3. Gli (insormontabili) oneri probatori a carico dell'investitore	186
2.4. I "casi che non rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento" e le "ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale" quali clausole aperte	190
3. Conclusioni	192
<b>Bibliografia</b>	<b>195</b>



## CAPITOLO PRIMO

### **Rating e mercato: il problema della qualificazione giuridica della responsabilità nei confronti degli investitori.**

SOMMARIO: **1. Introduzione; 2. L'origine del fenomeno del rating; 3. La regolazione del rating negli Stati Uniti;** 3.1. La responsabilità delle agenzie di rating negli Stati Uniti dopo il Dodd-Frank Act; 3.2. Gli effetti del Dodd-Frank Act sulla giurisprudenza USA in tema di responsabilità civile delle agenzie di rating; **4. La regolazione del rating in Europa; 5. La funzione del rating nell'ottica della individuazione di una responsabilità civile;** 5.1. La mitigazione dell'asimmetria informativa nel mercato (c.d. funzione informativa) e la tutela dell'investitore; 5.1.1. *Rating e libertà di manifestazione del pensiero;* 5.1.2. *Rating ed informazione finanziaria;* 5.2. La funzione regolatoria e di certificazione; 5.2.1. *Rating ed attestazione-certificazione;* **6. La problematica qualificazione della responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti dei terzi. Il modello della responsabilità da informazioni inesatte.**

#### **1. Introduzione**

Gli scandali finanziari che nell'ultimo decennio hanno investito i mercati occidentali hanno creato incertezza ed insicurezza nell'opinione pubblica.

Le istituzioni del mercato finanziario, in particolare, hanno perduto parte della loro capacità affidante e, in detto contesto, l'intervento dello Stato è divenuto una delle soluzioni proposte – ed in alcuni casi, praticata<sup>1</sup> – per superare l'*empasse*.

Così, la crisi finanziaria iniziata con la deflagrazione della bolla speculativa dei mutui *sub prime* nell'estate del 2007 negli USA, è apparsa dovuta ad una mancata regolazione macroprudenziale<sup>2</sup> ed al fallimento delle istituzioni poste a presidio della esistenza stessa del mercato finanziario, come legislatori, banche centrali e regolatori<sup>3</sup>.

Tra queste, il fallimento ha interessato anche e soprattutto le agenzie di rating,

---

<sup>1</sup> Si vedano, sul punto, gli orientamenti *post* crisi della Commissione Europea in tema di interpretazione della deroga al divieto generale di aiuti di Stato agli istituti bancari per la asserita esistenza di un grave turbamento dell'economia di uno o più Stati membri.

<sup>2</sup> Cfr. E. CARDI,  *Mercati e istituzioni in Italia*, III edizione, Torino, Giappichelli, 2014, p. 4; J. E. STIGLITZ,  *Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis*, in  *In the Wake of the Crisis*, O. J. Blanchard, D. Romer, M. Spence e J. E. Stiglitz (a cura di), Cambridge, MIT Press, 2012, p. 31, secondo il quale «*the economic crisis that began in 2008 in the United States was not inevitable. The implication is that policies, particularly the policies of the U.S. monetary and regulatory authorities, led to the crisis. (In many countries, central banks have responsibilities as regulatory authorities and, I think, should have such obligations.) Sins of both commission and omission—most notably, excessive deregulation, a failure to effectively enforce the regulations that existed, and the failure to adopt new regulations reflecting changes in financial markets—made the economies of the United States and, to some extent, Europe vulnerable to collapse. These failures led to the crisis and have continued in its wake.*».

<sup>3</sup> Da ultimo, E. CARDI,  *Mercati e istituzioni in Italia*, cit., pp. 4 – 5.

ritenute, a torto o a ragione, tra le maggiori corresponsabili del tracollo economico<sup>4</sup>.

In questo contesto, ci si è posti il problema del sé e del come ritenere responsabili dette agenzie alla luce della funzione assunta dalle stesse nel mercato finanziario durante i decenni passati.

Le soluzioni e gli orientamenti interpretativi sono influenzati, come ovvio, dalle diverse problematiche emerse nel tempo, nonché dalla funzione che si è inteso attribuire all'attività di rating, anche alla luce delle scelte regolatorie in materia.

Prima di affrontare il tema della responsabilità di dette agenzie è, dunque, opportuno approfondirne le origini, la natura giuridica e la tipologia di attività svolta dalle stesse.

## 2. L'origine del fenomeno del rating

La vendita d'informazioni in merito all'affidabilità di un *partner* commerciale (potenziale debitore) da parte di società costituite *ad hoc* è pratica affatto recente<sup>5</sup>.

Precorritrici delle contemporanee agenzie di rating furono le *mercantile credit reporting agencies* sviluppatesi a seguito della crisi economica del 1837<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Cfr., sul punto, SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, consultabile su <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, p. 12; L. J. WHITE, *What Should Be Done about the Credit Rating Agencies?*, 2010, consultabile su <http://w4.stern.nyu.edu>, *passim*; J. P. HUNT, *Credit rating agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, 1, p. 4; F. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, Research Paper n. 09 – 014, University of San Diego, School of Law, July 2009, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=1430608>, p. 3; A. STOPLER, *Regulation of credit rating agencies*, in *Journal of Banking & Finance*, 33, 2009, p. 1266; I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2 (suppl.), p. 18. Anche il legislatore statunitense, nella introduzione del *Subtitles del Dodd-Frank Act* (cfr. *infra* nel testo) dedicato all'*improvements to Regulation of Credit Rating Agencies*, evidenzia, nella *Section 931(5)* che nella recente crisi finanziaria i rating sui prodotti finanziari strutturati si sono dimostrati inaccurati e tale inaccuratezza ha contribuito significativamente a gestire male i rischi sia per le istituzioni che per gli investitori ed hanno inciso, a loro volta negativamente, sull'economia statunitense e mondiale; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, Cedam, 2011, p. 34; F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, pp. 52 ss.; G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, pp. 165 – 166; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, in *Washington and Lee Review*, 2011, p. 1929, pp. 1926 e 1941 ss.

<sup>5</sup> In maniera condivisibile, si è affermato che il rating è da considerarsi una tipica ipotesi di anticipazione del mercato rispetto alla regolazione (da ultimo, cfr. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 3, 2013, p. 511).

<sup>6</sup> Come noto, l'importanza dell'informazione sul credito delle controparti è direttamente proporzionale alla gravità della crisi economica. Ed in effetti, in una situazione di crisi, il valore dell'informazione circa la capacità (ovvero la volontà) di pagare i debiti aumenta in maniera direttamente proporzionale alla probabilità che ogni creditore possa non essere in grado, né tampoco avere intenzione, di onorare i propri debiti. La crisi del 1837 fece emergere proprio queste aspettative ed esigenze ed in particolare, soltanto con l'attenuarsi degli effetti della stessa, i commercianti



negli Stati Uniti, nonché le agenzie di informazioni commerciali costitutesi in Europa nella seconda metà del XIX secolo<sup>7</sup>.

Le potenzialità del *business* della vendita di informazioni sul merito creditizio (*creditworthiness*) delle controparti (presenti o potenziali) sono aumentate, tuttavia, soltanto con lo sviluppo dei mercati del novecento e, in particolare, del mercato ferroviario statunitense<sup>8</sup>.

In questo periodo, l'analista finanziario John Moody ebbe l'intuizione di classificare, nel suo *Analysis of Railroad Investments* pubblicato nel 1909<sup>9</sup>, con un sistema che oggi chiameremmo "amichevole", i dati contenuti nei complessi

---

realizzarono l'inadeguatezza del sistema di concessione del credito e l'importanza di un approfondito studio circa il rischio di credito di ogni singolo investimento.

Proprio sulla scia di tali "esigenze" nacque la *Mercantile Agency*, di Lewis Tappan, un imprenditore nel settore della seta, il quale, avendo raccolto una serie di informazioni sull'affidabilità delle proprie controparti, decise, nel 1841, di costituire una società che avesse quale oggetto unicamente la vendita delle stesse. Di lì a poco, con il successo della *Mercantile Agency*, altri *raters* iniziarono ad investire nel mercato dell'informazione commerciale, finché nel 1890 la *Poor's Publishing Company* pubblicò il *Poor's Manual* contenente una dettagliata analisi dei vari tipi di investimenti, anche quelli obbligazionari. Fin dai primi anni del 1900, diverse società statunitensi iniziarono, così, col classificare obbligazioni sulla base della loro qualità. Nondimeno, un sistema di classificazione sembrerebbe essere stato predisposto anche in Europa, ed in particolare nelle città di Vienna e Berlino. Sul punto, si veda, F. PARTNOY, *The Siskel and Erbert of financial markets?: two thumbs down for the credit rating agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, 1999, pp. 636 – 637; C. T. EBENROTH, T. J. DILLON JR., *The international rating game: an analysis of the liability of rating agencies in Europe, England, and the United States*, in *Law and Policy in International Business*, 24.3, Spring 1993, p. 783, i quali, poi, valorizzano (quale precedente storico) anche le cc. dd. *Ship classification companies*, società di classificazione delle imbarcazioni sulla base delle loro condizioni statiche e del correlato grado di "navigabilità" delle stesse e le cui valutazioni incidevano, ad esempio, sui premi assicurativi da corrispondersi per la realizzazione del viaggio. Si veda, altresì, G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, Il Mulino, 2009, p. 23; F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rassegna di diritto civile*, 2, 2006, p. 488, nota 2; L. DI DONNA, *La responsabilità civile della agenzie di rating*, Padova, Cedam, 2012, p. 29; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 410. Per l'esperienza legata alla *Baring Brothers and Company*, si veda R. W. HIDY, *Credit rating before Dun and Bradstreet*, in *Business Historical Society. Bulletin of the Business Historical Society (pre-1986)*, 1939, 13, pp. 81 – 88.

<sup>7</sup> Già con circolare del 20 maggio 1875, l'allora sottosegretario di Stato per l'agricoltura, l'industria ed il commercio, on. Branca, invitava le Camere di Commercio a promuovere l'istituzione di agenzie di informazioni commerciali ed una delle più note società del settore, la Confidenza Internazionale, con sede in Milano e Torino (ove aveva una succursale), era già sorta un anno prima. Si veda F. SAVOJA DI CANGIANO, *Guida pratica di Torino e dintorni e della esposizione generale italiana*, Torino, Camilla e Bertolero, 1884, p. 167; A. DI NOLA, *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, in *Rivista del diritto commerciale*, Piccin, 1904, p. 345; G. ALPA, *La responsabilità delle agenzie di rating. Alcuni profili sistematici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2, 2013, p. 75.

<sup>8</sup> Cfr. A. R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in *The American Journal of Comparative Law*, vol. 54, American Law in the 21st Century: U.S. National Reports to the XVIIth International Congress of Comparative Law, Fall. 2006, p. 342; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1929.

<sup>9</sup> Soltanto due anni dopo la crisi finanziaria del 1907 (c.d. *panico dei banchieri*), ossia la crisi finanziaria generatasi nel sistema bancario e finanziario negli Stati Uniti nel 1907 allorquando la Borsa Valori di New York perse il 50% rispetto al picco raggiunto l'anno precedente generando un contagioso fenomeno di *bank run*.

*reports* che gli analisti del tempo realizzavano sugli imprenditori del mercato ferroviario e sulle relative obbligazioni<sup>10</sup>.

Di lì a poco, altri tre attori entrarono nel mercato della vendita di informazioni sul merito creditizio degli imprenditori, ossia la *Poor's Publishing Company* nel 1916, la *Standard Statistics Company Inc.* nel 1922 e la *Fitch Publishing Company* nel 1924<sup>11</sup>.

Lo sviluppo di detto servizio veniva causalmente ricollegato, oltre che alla capacità di tradurre con un linguaggio semplice e sintetico una valutazione di fatto complessa, alla crescita della “*affidabilità*” ed “*autorevolezza*” percepita dal mercato di detti imprenditori anche grazie alla mole di informazioni spesso ottenute attraverso la collaborazione degli stessi soggetti valutati<sup>12</sup>.

Affidabilità ed autorevolezza che, nel tempo, sono cresciute soprattutto grazie ai richiami effettuati nella regolamentazione da parte legislatore – prima statunitense<sup>13</sup> e, di poi, europeo – al rating.

---

<sup>10</sup> Tanto avveniva anche grazie l'organizzazione di un servizio di pony dedicato per trasmettere, in maniera celere, le informazioni sulla situazione e lo stato di avanzamento dei lavori della ferrovia dell'Ovest. Cfr., sul punto, A. R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, cit., p. 342; F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impresa Società*, 2010, p. 461; G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 25; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1929.

<sup>11</sup> Cfr. L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, in *Regulation*, Spring 2007, p. 48; L. DI DONNA, *La responsabilità civile della agenzie di rating*, cit., pp. 30 – 35, note 8 – 10; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 410.

<sup>12</sup> In particolare, quando le agenzie di rating pubblicavano una valutazione su un determinato emittente, ovvero su un titolo, gli stessi emittenti intervenivano comunicando le informazioni necessarie per “*far cambiare idea*” al rater, di modo che questi, da un lato, divenivano veri e propri intermediari dell'informazione (colmando la ben nota asimmetria, per l'appunto, *informativa* esistente con gli investitori e considerata uno dei fallimenti di mercato secondo la teoria economica classica) e, dall'altro, accumulavano capitale *reputazionale* innalzando le barriere del mercato e ponendo (una del)le basi per l'attuale assetto oligopolistico del mercato. Cfr. F. PARTNOY, *The Siskel and Erbert of financial markets?: two thumbs down for the credit rating agencies*, cit., pp. 639 ss.; G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 25; B. SZEGO e G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012, p. 339.

<sup>13</sup> Il primo intervento in tal senso del legislatore statunitense è del 1936, allorché l'*Office of the Comptroller of the Currency* - agenzia federale del governo statunitense istituita con il *National Currency Act* nel 1863 la cui funzione è, ancora oggi, quella di regolare e vigilare il sistema bancario USA - dispose che gli intermediari bancari non potessero effettuare investimenti in titoli obbligazionari che avessero valutazione inferiore al c.d. *investment grade*. Tuttavia, mancava qualsiasi riferimento ai criteri in base ai quali selezionare le agenzie le cui valutazioni fossero utili a detto scopo; il rimando era unicamente ai rating contenuti nei *recognized rating manual*. Sul punto, cfr. F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 2010, p. 122; B. SZEGO e G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, cit., p. 339; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., pp. 1939 ss.

Parallelamente, mutava il sistema di remunerazione delle agenzie di rating.

In particolare, da un sistema c.d. *investors pays*, basato sulla vendita dei manuali contenenti le informazioni sulle imprese direttamente agli utilizzatori/fruitori delle informazioni stesse, ossia i creditori/investitori<sup>14</sup>, si passava ad un sistema c.d. *issuer pays*, basato sulla stipulazione di contratti di rating direttamente con gli emittenti (futuri debitori)<sup>15</sup>.

Il mutamento di remunerazione è stato il viatico principale per l'insorgere di conflitti di interessi tra agenzie di rating ed emittenti, le prime interessate a soddisfare i propri clienti ed i secondi ad ottenere un rating che gli consentisse di ottenere credito a costo contenuto.

Le problematiche appena accennate sono state al centro del dibattito statunitense ed europeo che ha, poi, condotto alla emanazione delle rispettive regolamentazioni.

In entrambi gli ordinamenti giuridici indicati, gli interventi legislativi si sono susseguiti (e rincorsi) con una non casuale rapidità a fronte di una situazione iniziale caratterizzata da sostanziale *deregulation*<sup>16</sup>.

L'analisi di detta regolazione, per quello che si dirà *infra*, dimostra il passaggio da un modello di sostanziale assenza di obblighi di trasparenza informativa e vigilanza pubblica (se non limitatamente al procedimento di

---

<sup>14</sup> Cfr., *ex multis*, L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 48; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 410.

<sup>15</sup> Il cambio di rotta – intervenuto intorno gli anni settanta – venne incentivato dalla riduzione del costo delle fotocopie che rese, di fatto, poco redditizia la vendita di informazione attraverso supporto cartaceo a carico degli abbonati, dall'accresciuto peso regolamentare del rating che faceva nascere un interesse diretto in capo ai soggetti destinatari della valutazione di avanzarne richiesta.

Cfr. F. DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, consultabile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=991821](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991821), Università di Colonia, 2007, p. 19; F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., 2010, p. 122; C. A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., p. 50; EAD., *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?*, in *University of Pittsburgh Law Review*, consultabile su <http://ssrn.com/abstract=1582539>, p. 4; L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 49; L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Rivista trimestrale diritto pubblico*, 1, 2011, p. 181; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1935.

<sup>16</sup> Cfr. A. PERRONE, *Le società di rating*, in *La società per azioni oggi*, P. Balzarini, G. Carcano, M. Venterozzo (a cura di), Milano, Giuffrè, 2007, pp. 1023 – 1027; L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, cit., p. 182; F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 459. Sul passaggio da un modello di *deregulation* ad uno di *regulation* nel settore dell'informazione finanziaria a seguito degli scandali finanziari più noti, tra cui il caso *Enron*, si veda F. VELLA, «*Selfregulation*» e giornalismo economico, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2, 2006, *passim*, ed in particolare, pp. 279 – 281.

“riconoscimento” di NRSROs in USA ed ECAI in Europa)<sup>17</sup>, e quindi un modello di sostanziale irresponsabilità, ad un modello di regolazione e ricerca quasi affannosa di fonti di responsabilità.

### 3. La regolazione del rating negli Stati Uniti.

L’*US Comptroller of the Currency*, nel 1936, introduceva un emendamento al *Banking Act*, emanato l’anno precedente, vietando la vendita di titoli obbligazionari speculativi ovvero in *default*, per gli intermediari bancari, facendo riferimento ai *ratings manual*<sup>18</sup>.

Fu il primo intervento regolamentare che faceva diretto riferimento alle valutazioni dalle *credit rating agencies* al fine di selezionare i titoli obbligazionari che potevano essere negoziati.

Nel 1975, a distanza di circa quarant’anni, la SEC emendava la *Section 15c3-1*, rubricata *Net Capital Requirements for Brokers or Dealers* (c.d. *Net Capital Rule*), contenuta nel *Securities Exchange Act* del 1934 (nel prosieguo, *SEA 1934*), specificando i requisiti di capitale per gli intermediari e gli emittenti. In particolare, si richiedeva che questi applicassero una riduzione al valore di mercato per le proprie obbligazioni ai fini del calcolo del proprio capitale netto; riduzione che, secondo l’indicazione della SEC, poteva essere più contenuta là dove i titoli avessero un buon rating, emesso (soltanto) dalle *NRSROs*<sup>19</sup>.

In tal modo, la SEC individuava la qualificazione di agenzia di rating riconosciuta a fini regolamentari (per l’appunto, NRSRO) senza, tuttavia,

---

<sup>17</sup> C’è chi in dottrina discorre di “abdicazione regolamentare”. Cfr., in tal senso, G. CARRIERO, *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, in *Europa e diritto privato*, 3, 2012, p. 874.

<sup>18</sup> Cfr. S. DESTRAZ, R. LAHAYE, *Are Credit Ratings Trustworthy?*, École Supérieure de Commerce et de Management de Tours-Poitiers, consultabile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2056849](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2056849), 2012, p. 9; L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 48; ID., *What Should Be Done about the Credit Rating Agencies?*, cit., secondo il quale, in questa fase, «*these ratings acquired the force of law!*»; U. BLAUROCK, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, cit., pp. 8 – 9.

<sup>19</sup> Cfr. S. DESTRAZ, R. LAHAYE, *Are Credit Ratings Trustworthy?*, cit., p. 9; A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit Rating Agency and Regulatory Reform*, *Research Paper No. 12-083*, University of San Diego, April 2012, p. 4, nota 6; F. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit., p. 4, n. 3; L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 49; ID., *What Should Be Done about the Credit Rating Agencies?*, cit., *passim*; F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 122; F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all’informato. L’esperienza statunitense*, cit., p. 493, nota 15; U. BLAUROCK, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, cit., p. 11; D. COSKUN, *Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept*, in *Journal of Banking Regulation*, Vol. 6, 2008, p. 270.

chiarificarne i confini e la modalità di riconoscimento, basata sul *no-action letter system*<sup>20</sup>.

L'introduzione della qualifica di *NRSROs* rafforzava il carattere oligopolistico del mercato del rating<sup>21</sup>.

Nel luglio del 2002, a seguito degli scandali finanziari dovuti al *default* di *Enron*, *Tyco* o *WorldCom*, con l'introduzione della *Section 702(b)* del *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* si richiedeva alla SEC, tra le altre cose, di avviare uno studio sul ruolo e sulla funzione delle agenzie di rating del credito nell'ambito del mercato obbligazionario<sup>22</sup>, studio poi sfociato nella pubblicazione di un *report* nel gennaio 2003<sup>23</sup> punto di partenza per l'emanazione del *Credit Rating Agency Reform Act (CRARA)*<sup>24</sup>, primo intervento normativo sistematico in materia, adottato il 29 settembre 2006, dopo un lungo *iter* parlamentare<sup>25</sup>, rivolto unicamente alle

---

<sup>20</sup> Detta procedura prevedeva l'inoltro di una richiesta alla SEC, da parte della agenzia interessata al riconoscimento, la quale invitava l'agenzia richiedente a fornire prova di affidabilità e credibilità secondo criteri di congruità della struttura organizzativa, indipendenza dalle pressioni economiche esterne, dimensioni e qualità dell'organico, reputazione di integrità dell'ente, rigore delle procedure per l'emissione dei rating ed adozione di precauzioni atte a prevenire la fuga di notizie riservate. Sul punto, si veda F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., p. 496, il quale riferisce, altresì, che la SEC vedesse di buon grado le *NRSROs* che, autonomamente, si assoggettassero alla disciplina prevista dall'*Investment and Exchange Act* del 1940, attraverso la registrazione presso la stessa SEC come *investment advisor*, assoggettamento che aveva la funzione prevalente di sottomettere formalmente le agenzie di rating all'autorità della SEC, atteso che, quale *NRSRO*, il controllo della SEC non fosse coperto da alcuna previsione normativa ma fosse attuato, al tempo, per consuetudine. Nondimeno, l'agenzia doveva essere *recognized in the United States by the preeminent users of rating services as a credible and reliable source of ratings*, in tal modo rendendosi particolarmente complessa la possibilità di un riconoscimento in capo ad una società che non avesse avuto sede negli *States*. Ove non vi fossero stati impedimenti, la SEC comunicava una dichiarazione di nulla-osta (per l'appunto, la *no-action letter*) con il riconoscimento automatico della natura di *NRSRO* in capo alla richiedente. Si veda, in tal senso, S. DESTRAZ, R. LAHAYE, *Are Credit Ratings Trustworthy?*, cit., p. 10; L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 50; U. BLAUROCK, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, cit., p. 11; D. COSKUN, *Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept*, cit., p. 265.

<sup>21</sup> Si credè, di fatto, una importante barriera legale all'entrata che si aggiungeva alle economie di scala detenute dalle agenzie già presenti sul mercato ed al capitale reputazionale, entrambi elementi capaci di rendere difficoltosa l'entrata nel mercato dei *potential competitors*. Cfr. L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 50.

<sup>22</sup> Cfr. L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 50; A. N. R. SY, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets, International Monetary Fund Working Paper*, pp. 4 – 5; D. COSKUN, *Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept*, cit., p. 266.

<sup>23</sup> Si veda L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 50 il quale è molto critico rispetto all'atteggiamento tenuto dalla SEC ad esito del predetto report. In particolare, l'Autore evidenzia come, a fronte di una previsione normativa, quella del *SOX Act*, che richiedeva alla SEC di predisporre uno studio volto alla eliminazione delle barriere all'ingresso nel mercato del rating, la stessa SEC si sia limitata a predisporre delle misure blande e conservare la "opaca" procedura di riconoscimento delle agenzie come *NRSROs*, con il sistema del *no-action letter*.

<sup>24</sup> Il provvedimento può essere consultato al seguente collegamento ipertestuale: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>.

<sup>25</sup> Per i dettagli dello stesso, cfr. L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 51.

*NRSROs*.

Con il *CRARA* ci si proponeva di incrementare la qualità dei *rating* del credito per proteggere gli investitori e gli interessi pubblici promuovendo responsabilità, trasparenza e concorrenza nel mercato del rating del credito<sup>26</sup>.

Si prevedevano specifici obblighi di *disclosure* all'atto della richiesta di registrazione<sup>27</sup>, tra cui l'obbligo per la richiedente di "certificare" la propria pregressa esperienza sul mercato e la capacità economica esistente<sup>28</sup>, e veniva specificatamente regolamentato il procedimento di registrazione<sup>29</sup>.

Nelle sezioni prescrittive il *CRARA* prevedeva che le *NRSROs* stabilissero *policies* scritte e specifiche procedure al fine di prevenire l'abuso del materiale e delle informazioni non pubblicamente accessibili che sarebbero state fornite dagli emittenti richiedenti il rating, nonché gestire i conflitti di interessi<sup>30</sup> e designare un ufficio sulla *compliance*.

---

<sup>26</sup> In particolare, si eliminava il sistema della *no-action letter* per il riconoscimento delle agenzie di rating, prevedendo, allo scopo, una serie di requisiti, particolarmente restrittivi. Il *CRARA* era sostanzialmente neutrale rispetto al modello di *business* applicato dalle società di rating, ritenendo irrilevante, a fini regolamentari, che queste fossero pagate dagli emittenti, dagli investitori ovvero da entrambi. Nondimeno, si prevedeva che le disposizioni di legge aggiunte dovessero essere interpretate restrittivamente, nel senso che né la SEC, né tampoco alcuno Stato, potesse regolamentare il contenuto del rating del credito ovvero le procedure e le metodologie applicate dalle agenzie per determinarlo. Cfr. L. ENRIQUES, *Rating e regolazione*, Consob, 2010, p. 6; D. COSKUN, *Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept*, cit., p. 273; L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., pp. 51 – 52.

<sup>27</sup> Nella richiesta di registrazione (cfr. *section 3a* del *CRARA* che emenda il *SEA* 1934), la società richiedente doveva fornire alcune informazioni riguardanti le proprie *performance*, le procedure e metodologie applicate, le *policies* in materia di prevenzione di abusi delle informazioni private ricevute nell'esercizio della propria attività, la propria struttura organizzativa, l'eventuale esistenza di un codice etico e di conflitti di interessi esistenti, le tipologie di prodotti finanziari ovvero enti si intendano valutare.

<sup>28</sup> In particolare, all'atto della richiesta di registrazione dovevano presentare una lista di almeno venti emittenti ovvero abbonati che usufruissero dei propri servizi, certificazioni di almeno dieci investitori istituzionali avessero usufruito dei propri rating per almeno tre anni ed ogni altra informazione che la SEC avesse ritenuto appropriata. Tale disposizione produceva il c.d. effetto "comma 22", presentandosi dal contenuto autoreferenziale e rendendo difficoltoso il riconoscimento come *NRSRO* delle società che avessero inteso entrare per la prima volta nel mercato del rating, non avendovi mai esercitato attività. Per tale motivo, è stata destinataria di dure critiche che evidenziavano come fosse stata creata una artificiale barriera all'entrata che rendeva sostanzialmente improbo l'accesso all'esercizio di tale attività (non solo a fini regolamentari). Cfr. L. J. WHITE, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the SEC's Regulation of the Bond Rating Industry*, *NYU Law and Economics Research Paper No. 06-36*, April 2006; F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., pp. 124 e 126.

<sup>29</sup> Entro novanta giorni dalla ricezione della richiesta, la SEC doveva provvedere alla registrazione ovvero avviare un procedimento istruttorio *ad hoc*, da concludersi entro centoventi giorni. Ottenuta la registrazione, le informazioni comunicate dalla società di rating richiedente venivano rese pubbliche (escluse quelle contenenti informazioni sensibili, ossia quelle richieste al fine di certificare l'esperienza dell'agenzia ovvero la propria capacità economica); la società doveva, annualmente, certificare l'attualità delle informazioni rese inizialmente. Cfr. D. COSKUN, *Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept*, cit., p. 273.

<sup>30</sup> In particolare, la nuova normativa proibiva alle *NRSROs* di condizionare l'emissione dei rating alla vendita di altri servizi finanziari ovvero di consulenza.

La SEC avrebbe dovuto implementare le previsioni del CRARA entro duecentosettanta giorni dall'entrata in vigore, e così effettivamente fece attraverso l'emanazione di alcune *rules* nel giugno del 2007<sup>31</sup>.

A seguito della crisi economico-finanziaria del 2007, il dibattito si è concentrato sulla responsabilità delle agenzie per l'inaccuratezza di giudizi espressi in una condizione di conflitto di interessi<sup>32</sup> e sull'eccessivo affidamento della legislazione su un rating rivelatosi inaffidabile<sup>33</sup>.

---

<sup>31</sup> Cfr. F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 122, il quale cita le *rules* n. 17g-1, 17g-2, 17-g3, 17g-4, 17g-5, 17g-6; D. COSKUN, *Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept*, cit., pp. 274 ss. Secondo alcuni primi commentatori, le nuove disposizioni avrebbero ridotto le barriere all'entrata esistenti favorendo maggiore concorrenza nel settore ed agevolando l'evoluzione di nuove metodologie. Secondo altri, di contro, la nuova regolamentazione avrebbe sancito la rilevanza regolamentare della qualifica di NRSRO poiché il legislatore continuava a delegare i giudizi sulla solvibilità di determinati emittenti ovvero prodotti finanziari alle società di rating riconosciute come tali. Le regole di *disclosure* delle metodologie applicate, d'altra parte, avrebbero avuto l'effetto di azzerare i diritti di privativa eventualmente esistenti sulle stesse congelando gli investimenti in ricerca e sviluppo da parte delle stesse società a discapito della accuratezza delle valutazioni realizzate dalle *cras*. Infine, il CRARA non affrontava il tema dell'*accountability* di dette società, nonché quello della necessità di accuratezza delle loro valutazioni.

<sup>32</sup> Cfr., sul punto, SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, consultabile online all'indirizzo <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, p. 12; L. J. WHITE, *What Should Be Done about the Credit Rating Agencies?*, cit., *passim*; J. P. HUNT, *Credit rating agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, 1, p. 4; F. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit., pp. 3; A. STOPLER, *Regulation of credit rating agencies*, in *Journal of Banking & Finance*, 33, 2009, p. 1266; I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, cit., p. 18. Anche il legislatore statunitense, nella introduzione del *Subtitles* del *Dodd-Frank Act* (cfr. *infra* nel testo) dedicato all'*improvements to Regulation of Credit Rating Agencies*, evidenzia, nella *Section 931(5)* che nella recente crisi finanziaria i rating sui prodotti finanziari strutturati si sono dimostrati inaccurati e tale inaccuratezza ha contribuito significativamente a gestir male i rischi sia per le istituzioni che per gli investitori ed hanno inciso, a loro volta negativamente, sull'economia statunitense e mondiale. Inoltre, veniva valorizzata l'incidenza del sistema di remunerazione (*issuers pay*) sul grado di indipendenza di dette agenzie. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 34; F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, cit., pp. 52 ss.; G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 165 – 166; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1926 e 1941 ss.; T. M. J. MÖLLERS, *Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law-important steps or much ado about nothing?*, in *Capital Markets Law Journal*, 2009, Vol. 4, No. 4, p. 480.

<sup>33</sup> In particolare, secondo L. J. WHITE, *What Should Be Done about the Credit Rating Agencies?*, cit., *passim*, le vie della futura regolamentazione del settore, risiedevano nella eliminazione dell'affidamento regolamentare al rating, in una maggiore accuratezza delle valutazioni rese dalle agenzie che, per l'effetto, non si sarebbero dovute risolvere in un linguaggio eccessivamente semplificato e sintetico, ed, infine, nella riduzione dei potenziali conflitti di interesse. Secondo F. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit., pp. 2-3, oltre ai predetti obiettivi, occorre anche incrementare la responsabilizzazione di dette agenzie sia sotto il profilo del *private enforcement*, eliminando l'esenzione da responsabilità prevista di fatto nella legislazione statunitense, che del *public enforcement*, con un più intenso ed efficace controllo da parte di istituzioni terze (*oversight*). Il Congresso avrebbe dovuto creare un nuovo organismo di vigilanza (da sostituirsi alla SEC e chiamato *Credit Rating Agency Oversight Board – CRAOB*) che avesse il potere di regolamentare

Dal predetto dibattito scaturiva il *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act ovvero DFA nel prosieguo)*<sup>34</sup> nel 2010 che dedica un intero *Subtitle* alla materia, rubricato “*Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*”, dalla *Section 931* alla *Section 939H*<sup>35</sup>.

Il *DFA* introduce maggiori obblighi di *compliance* e *disclosure* per le agenzie<sup>36</sup>, specifiche disposizioni in materia di conflitti di interesse<sup>37</sup>, incrementa i

---

le pratiche delle agenzie di rating, incluse le metodologie di *disclosure*, di gestione dei conflitti di interessi e di emissione dei rating, nonché coordinare la riduzione del fenomeno dell'affidamento regolamentare al rating. In alternativa, l'autore propone, sul lato dell'*oversight*, di aumentare i poteri della SEC. Dal lato del *private enforcement*, l'Autore evidenzia come le agenzie di rating dovessero essere esposte al medesimo rischio di azioni risarcitorie esistente per le banche, i commercialisti e gli avvocati. In particolare, si sostiene che l'introduzione di una responsabilità per le agenzie di rating avrebbe spostato l'ago della bilancia dalla funzione di attestazione-certificazione (ossia, licenza regolatoria) a quella di intermediario dell'informazione.

<sup>34</sup> Il testo dell'intervento normativo è consultabile sul sito <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/html/PLAW-111publ203.htm>.

<sup>35</sup> Il *Dodd-Frank Act* evidenzia il ruolo giocato nel mercato finanziario dalle agenzie di rating evidenziandone il carattere fondamentale ed assoggettandole alla medesima responsabilità e vigilanza dei revisori dei conti, analisti finanziari e banche d'investimento. Si veda, sul punto, C. A. HILL, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, Legal Studies Research Paper Series Research Paper No. 11 – 37, University of Minnesota Law School, 2011, p. 143; I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, cit., p. 19, la quale individua tre linee direttrici in cui si sarebbe sviluppato tale intervento normativo, ossia «la definizione della problematica riguardante i conflitti d'interesse, una più ampia e maggiormente efficace disclosure informativa ed infine un'esposizione più elevata al cd “litigation risk”»; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007-2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., pp. 1948 – 1949.

In particolare, sul fronte dell'accuratezza del rating, il *Dodd-Frank Act* prevede, in capo alla SEC, l'obbligo di richiedere alle *NRSROs* riconosciute di disvelare pubblicamente le informazioni riguardanti i rating iniziali e finali di ogni soggetto ovvero prodotto valutato al fine di permettere agli utenti di verificare l'attività svolta da dette agenzie e confrontarne i risultati, nonché introduce specifiche prescrizioni in materia di coerenza e trasparenza delle metodologie seguite dalle *NRSROs* nell'elaborazione dei rating.

<sup>36</sup> Il *DFA* introduce l'obbligo, per le *NRSROs*, di prevedere un meccanismo di controllo interno trasparente, fornendo, periodicamente, un *report* sull'attività svolta, secondo un principio di autoresponsabilità.

<sup>37</sup> In materia di conflitto di interessi, il *DFA* ha introdotto l'obbligo, per la SEC, di introdurre regole volte a separare l'attività di rating da quella di *sale* e *marketing* effettuata sempre dalle medesime agenzie, nonché il dovere, per le agenzie, di adottare adeguate *policies* per evitare che l'eventuale partecipazione di un soggetto in qualsiasi modo legato all'ente oggetto di valutazione possa incidere sul rating da emettersi (ovvero già emesso) ed eventualmente intervenire per eliminare la distorsione che ne fosse conseguita ovvero di predisporre un *report* da presentare alla SEC con il quale vengano resi noti tali conflitti di interesse, *report* che la SEC potrà rendere pubblicamente accessibile. In particolare, la *Section 932(5)* prevede che ogni *NRSRO* inoltri un report alla SEC ogni qualvolta sappia (ovvero, possa ragionevolmente sapere) che una persona associata con la stessa nei cinque anni precedenti ottenga lavoro con un obbligato, emittente, assicuratore, sponsor di un obbligazione o di uno strumento del mercato monetario per il quale nei dodici mesi precedenti la *NRSRO* abbia emesso una valutazione, se tale dipendente fosse un *senior officer* dell'agenzia, abbia partecipato, in qualsiasi modo, a determinare il rating del credito del (futuro) datore di lavoro ovvero sia stato il supervisore. Sempre sul fronte della mitigazione del problema del conflitto di interessi, il *DFA* prevede che la SEC dovrà provvedere a verificare periodicamente le *policies* adottate dalle agenzie di rating sul tema, al fine di assicurarsi che queste siano ragionevolmente individuate ed implementate nell'ottica dell'eliminazione dei conflitti di interesse. Cfr., sul punto, I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, cit., p. 20; F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 128; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis*:



poteri di intervento della SEC<sup>38</sup>, riduce l'affidamento regolamentare al rating<sup>39</sup> ed apre le strade per una maggiore *accountability* delle agenzie.

### **3.1. La responsabilità delle agenzie di rating negli Stati Uniti dopo il Dodd-Frank Act.**

La *Section 933* del *DFA*, rubricata “*state of mind in private actions*”, introduce modifiche in materia di *accountability* delle agenzie di rating, modificando la *Section 21D* del *SEA*, rubricata, a sua volta, “*private securities litigation*”.

Tale norma estende il modello di responsabilità previsto per i revisori contabili e gli analisti finanziari di cui alla predetta *Section 21D* del *SEA*<sup>40</sup>, alle

---

*an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1950.

Una risposta probabilmente più incisiva, in tema di conflitto di interessi, era peraltro stata avanzata dal senatore Al Franken e consisteva nel mantenere sì fermo lo *issuer pays model* ma di non permettere che gli emittenti potessero scegliersi l'agenzia incaricata all'emissione del rating, nonché nella istituzione di un ente che provvedesse ad emettere il *rating* delle agenzie. In particolare, il c.d. *Franken amendment* prevedeva la costituzione di un *board* incaricato di selezionare l'agenzia di rating scelta per la valutazione di un'emissione obbligazionaria, attraverso un meccanismo *random* che non permetteva all'emittente di “licenziare” un'agenzia in caso di rating “non desiderato”. Detto emendamento venne approvato al Senato, ma non superò il vaglio del *Committee reconciliations of Dodd-Frank*. Sul punto, cfr. C. A. HILL, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, cit., p. 147; I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, cit., p. 22; J. COFFEE, *Rating reform: the good, the bad and the ugly*, in *Columbia Law and Economics Working Papers* n. 359, 54, 2010, p. 32.

<sup>38</sup> La SEC ha il potere di revocare o sospendere la registrazione di una *NRSRO* per una particolare classe o sottoclasse di obbligazioni là dove rilevi l'inadeguatezza delle risorse manageriali e finanziarie dell'agenzia per far fronte a tanto. Inoltre, nell'ottica di incrementare l'*oversight*, la novella del 2010 ha previsto che venisse istituito, in seno alla SEC, l'*Office of Credit Ratings* incaricato di promuovere l'accuratezza del rating e prevenirne i conflitti di interesse. Sul punto, si veda, in tal senso, M. B. CANE, A. SHAMIR, T. JODAR, *Below Investment Grade and above the law: a Past, Present and Future look at the Accountability of Credit Rating Agencies*, in *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, New York, 2012, p. 1114; J. SELIGMAN, *Key implications of the Dodd-Frank act for independent regulatory agencies*, in *Washington University Law Review*, 2011, n. 1, Vol. 89, p. 18; I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, cit., p. 20; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1949.

<sup>39</sup> Il *Dodd-Frank Act*, inoltre, alla *Section 939*, prevede l'eliminazione, con efficacia a partire da due anni dall'entrata in vigore, dei riferimenti legislativi al rating del credito contenuti nel *Federal Deposit Insurance Act*, nel *Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act* del 1992, nell'*Investment Company Act* del 1940, nel *Revised Statutes of the United States* e nel *Securities Exchange Act* del 1934. Inoltre, la *Section 939A* prevede che, entro un anno dall'entrata in vigore, ogni agenzia federale provveda ad emendare ogni regolamento emesso dalla stessa là dove si richieda una valutazione del merito creditizio di un'obbligazione ovvero di uno strumento del mercato monetario e ogni riferimento o requisito in questi regolamenti ai rating del credito. Sul punto, cfr. C. A. HILL, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, cit., p. 143, la quale evidenzia come, tuttavia, non vi siano, allo stato, reali alternative al rating con efficacia regolamentare; A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit rating agencies and regulatory reform*, cit., p. 21.

<sup>40</sup> Si veda, sul punto, A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit rating agencies and regulatory reform*, cit., p. 20; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1953; AMERICAN BANKERS ASSOCIATION, *Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*, consultabile su [http://www.aba.com/Issues/RegReform/Pages/RR9\\_10.aspx](http://www.aba.com/Issues/RegReform/Pages/RR9_10.aspx) ove «*enforcement and penalty*

agenzie di rating, statuendo, altresì, che le relative valutazioni non vengano equiparate alle *forward-looking statements* (dichiarazioni previsionali) previste dalla *Section 21E* del *SEA*.

Con l'introduzione del sottoparagrafo B9 nella *Section 21D(b)(2)*, ad opera della *Section 933* del *DFA*, si prevede che, nel caso di azione risarcitoria avanzata nei confronti di un'agenzia di rating del credito, è sufficiente dimostrare che questa abbia, con dolo o colpa grave, omesso di condurre una ragionevole indagine circa l'obbligazione oggetto di valutazione con riferimento agli elementi fattuali sottostanti la valutazione del rischio di credito ovvero abbia omesso di effettuare ogni ragionevole verifica degli stessi utilizzando altre fonti inerenti ed indipendenti dall'emittente ovvero dai sottoscrittori<sup>41</sup>.

La *Section 393G*, inoltre, ha previsto l'inefficacia della *Rule 436(g)* secondo cui il rating assegnato ad un determinato titolo obbligazionario emesso da una *NRSRO* non era parte del *registration statement* preparato o certificato da un esperto, anche là dove detto rating fosse inserito nella domanda e, per l'effetto, escludeva la possibilità di applicarvi l'ipotesi risarcitoria di cui alla *Section 11* prevista per le false attestazioni presenti nei *registration statements* necessari per il collocamento dei titoli obbligazionari<sup>42</sup>.

La previsione di inefficacia di detta *Rule* espone, ulteriormente, le agenzie di rating ad azioni risarcitorie, anche se occorrerà sempre verificare lo *standard* di condotta che, in concreto, la prassi giurisprudenziale esigerà per giudicare la ragionevolezza della verifica realizzata dalla agenzia di rating.

### ***3.2. Gli effetti del Dodd-Frank Act sulla giurisprudenza USA in tema di responsabilità civile delle agenzie di rating.***

La scelta del legislatore statunitense di estendere ai *raters* la disciplina prevista in materia di responsabilità degli analisti finanziari ovvero dei revisori contabili, nonché l'aver previsto, quale onere dell'attore, di fornire prova di una condotta

---

*provisions now apply to statements made by a credit rating agency in the same manner and extent as statements made by registered public accountants or securities law analysts».*

<sup>41</sup> Cfr. S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1953.

<sup>42</sup> Cfr. A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit rating agencies and regulatory reform*, cit., p. 21; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 61; G. PONZARELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2012, p. 445; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1947 e 1949.

qualificata quale negligente ovvero colpevole (anche se in forma aggravata), prescindendosi da tutti gli indici che, nel tempo, la giurisprudenza aveva elaborato per verificare l'applicabilità della *first amendment defence*, è sintomatica dell'obiettivo di allargare le maglie dell'*accountability* delle agenzie, anche attraverso lo strumento del *private enforcement*.

Come noto, condurre il *rating* sotto l'ombrello protettivo del primo emendamento significava rendere particolarmente oneroso, per l'attore che sosteneva d'aver subito un danno da un rating errato, fornire la prova della conoscenza, da parte dell'agenzia, della falsità delle informazioni su cui si era fondata la valutazione.

In tal modo, si immunizzavano tali società dall'ipotesi di responsabilità, tipica del *tort* di *common law*, della *negligent misrepresentation* che fa gravare sull'attore l'onere di dimostrare di aver giustamente fatto affidamento sulla informazione falsa ovvero negligenzemente non verificata dalla agenzia, anche se rivolta a soggetti terzi nell'ambito di un determinato affare<sup>43</sup>.

Uno dei primissimi casi<sup>44</sup> in cui si è discusso della natura da attribuirsi all'attività di rating del credito riguardava un'azione risarcitoria per una presunta diffamazione lamentata dal soggetto valutato in ragione di un *report* del credito di cui si censurava la falsità.

Occorreva, dunque, verificare se le dichiarazioni assunte come diffamatorie potessero essere considerate di "*pubblico interesse*" e, dunque, innalzare lo *standard* probatorio in materia di elemento soggettivo: là dove si fosse trattato di dichiarazioni aventi un interesse pubblico, l'attore avrebbe dovuto, per quanto accennato, provare che il convenuto era a conoscenza della falsità delle informazioni ovvero si era completamente disinteressato di verificarne la verità (c.d. *actual malice*).

Ebbene, nel caso citato, la Corte Suprema, preso atto che dal «*contenuto*,

---

<sup>43</sup> Cfr. M. B. CANE, A. SHAMIR e T. JODAR, *Below investment grade and above the law: a past, present and future look at the accountability of credit rating agencies*, cit., p. 1108; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 59 – 61.

<sup>44</sup> Cfr. U.S. SUPREME COURT, *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss*, 472 U.S. 749 (1985). Un'analisi del caso può essere trovata sul sito <http://www.casebriefs.com>, mentre per la lettura della decisione della *Supreme Court* si vada sul sito <http://supreme.justia.com>, nonché [https://casetext.com/case/dun-bradstreet-inc-v-greenmoss-builders-inc#.U2vHLfl\\_vCs](https://casetext.com/case/dun-bradstreet-inc-v-greenmoss-builders-inc#.U2vHLfl_vCs). Sul punto, A. R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, cit., p. 353, nota 67; R. JONES, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, in *William & Mary Business Law Review*, vol. 1, issue 1, 2010, p. 212.

dalla forma e dal contesto»<sup>45</sup> in cui veniva reso il predetto *report* si evinceva che era indirizzato a soli cinque sottoscrittori ed aveva una limitata *audience*, ritenne di non considerarlo di pubblico interesse e non applicargli lo *standard* dell'*actual malice*.

Altri criteri dai quali desumere l'esistenza di un interesse pubblico utile a limitare la responsabilità del *raters* sono stati, nel tempo, individuati, dalla giurisprudenza statunitense, nelle modalità di distribuzione della valutazione<sup>46</sup>, nella periodicità della pubblicizzazione del rating<sup>47</sup> e nella indipendenza della agenzia<sup>48</sup>.

In altri casi, la qualificazione di "pubblico interesse" delle agenzie di rating è stata dedotta prescindendo dal caso concreto, bensì ritenendo il mercato del rating, per l'incidenza che questo ha sulla stabilità finanziaria di uno Stato, di per sé questione di pubblico interesse.

Ed in effetti, nei casi *Jefferson County School District v. Moody's Investors*

---

<sup>45</sup> Questi requisiti erano già stati utilizzati dalla Corte nel caso *Connick v. Myers*, 461 U.S. 138, 147-48 (1983); cfr. R. JONES, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, cit., p. 212.

<sup>46</sup> Cfr. *Scott Paper Co. Sec. Litig.*, 145 F.R.D. 366, 369 (E.D. Pa. 1992) in cui la Corte esclude la responsabilità dell'agenzia di rating sostenendo che queste «*makes its own analysis, designed not merely for the personal use of the rated companies, but for the benefit of all who might read its publications*». Si veda, sul punto, R. JONES, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, cit., p. 214. Si veda, altresì, il caso *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155, 175-76 (S.D.N.Y. 2009).

<sup>47</sup> Cfr. *American Savings Bank, FSB v. UBS PaineWebber, Inc.*, No. M8-85, 2002 WL 31833223, at \*3 (S.D.N.Y. Dec. 16, 2002); R. JONES, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, cit., p. 215.

<sup>48</sup> Cfr. *In re Pan Am Corp.*, 161 B.R. 577, 583 (S.D.N.Y. 1993); R. JONES, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, cit., p. 215. Si veda, per una ipotesi di riconoscimento di responsabilità in capo ad un'agenzia, proprio in ragione della verificata assenza di indipendenza nell'emissione del rating dovuta al modello di pagamento applicato, il caso *In re Fitch*, 330 F.3d 104, 111 (2d Cir. 2003), in cui il secondo Circuito ha ritenuto che Fitch non avesse un *business* simile a quello "giornalistico", che pubblicherebbe qualsivoglia notizia ritenuta interessante per il pubblico in generale, poiché il *rater* si preoccuperebbe unicamente di "pubblicare" le notizie commissionate dai propri clienti ed essendo, per l'effetto, privo di effettiva indipendenza. Medesimo ragionamento è stato fatto nel caso *Commercial Fin. Servs., Inc. v. Arthur Anderson, LLP*, 94 P.3d 106, 110 (Okla. Civ. App. 2004).

*Service Inc.*<sup>49</sup>, del 1999, ed *Enron*<sup>50</sup>, la giurisprudenza ha valorizzato l'effetto di realizzare un mercato trasparente ed efficiente, che sarebbe attribuibile al rating, al fine di dedurne la natura di interesse pubblico.

Ebbene, l'intervento normativo realizzato dal *Dodd-Frank Act* rischia, di fatto, di rendere vana la stratificazione giurisprudenziale che, nel tempo, aveva delimitato i confini di applicabilità della *freedom of speech defence* avendo previsto, come già accennato, una specifica ipotesi risarcitoria in ipotesi di condotta posta in essere con dolo o colpa grave.

#### **4. La regolazione del rating in Europa.**

Il percorso seguito dal legislatore statunitense per la regolamentazione del *rating* ha spesso inciso sulle scelte di quello europeo.

Con la risoluzione del 29 gennaio 2004, il Parlamento europeo prendeva atto della funzione di mitigazione dell'asimmetria informativa delle agenzie di rating, dichiarando espressamente di seguire con interesse la valutazione critica delle attività delle stesse effettuata dalle autorità statunitensi a seguito del fallimento della società *Enron* ed incaricava la Commissione europea ed il CESR (ossia, il *Committee of European Securities Regulators*) di instaurare e mantenere stretti contatti con dette autorità in merito all'esecuzione ed al risultato di dette indagini al fine di informare lo stesso Parlamento europeo.

Sempre con la stessa risoluzione, il Parlamento europeo incaricava la Commissione di presentare, entro il 31 luglio 2005, una valutazione sulla necessità di avanzare adeguate proposte legislative volte a trattare le questioni sollevate nella

---

<sup>49</sup> Cfr. *Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investors Service Inc.*, No. 97-1157, May 04, 1999, consultabile su <http://www.caselaw.findlaw.com>. Per un commento a detto caso, si veda A. R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, cit., pp. 354 – 355; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1946, nota 156. In questo caso, il distretto scolastico della *Jefferson County*, in Colorado, avanzava domanda risarcitoria nei confronti della nota società di rating *Moody's* per vedersi riconosciuto il ristoro dal danno subito in ragione di un rating *unsolicited* negativo emesso sulla sua condizione patrimoniale e finanziaria, basato, secondo la ricostruzione attorea, su informazioni false e, in ogni caso, non più attuali, con conseguenziale innalzamento dei tassi di interesse sulle obbligazioni emesse dallo *school district*. Orbene, la *Court of Appeal* del Colorado riteneva applicabile, alle valutazioni della agenzia, il Primo Emendamento accogliendo la *freedom of speech defence* deducendo che, anche là dove il rating negativo fosse derivato da una volontà di rivalsa da parte della agenzia nei confronti dell'emittente reo di non essersi sottoposto alla sua lente di controllo e valutazione, fosse comunque onere probatorio dello stesso emittente quello di dimostrare la sostanziale falsità delle informazioni divulgate al pubblico attraverso il rating.

<sup>50</sup> *In re Enron Corp. Sec., Derivative & "ERISA" Litig.*, 511 F. Supp. 2d 742, 818-19 (S.D. Tex. 2005), *aff'd*, 446 F.3d 585 (5th Cir. 2006).

risoluzione e «*di garantire che le disposizioni adottate siano in sintonia con le condizioni relative al riconoscimento delle agenzie di rating stabilite nel progetto di direttiva sull'adeguatezza dei capitali delle banche e le case di negoziazione titoli*».

Detta risoluzione restava lettera morta fino al 2008.

Il 12 novembre 2008, la Commissione europea, nell'ambito delle iniziative volte a fronteggiare la crisi economico-finanziaria, presentava una proposta di regolamento volta a disciplinare le agenzie di rating del credito le cui valutazioni erano utilizzate a fini regolamentari da intermediari bancari ed imprese di assicurazione.

L'obiettivo era l'introduzione di una impostazione comune a livello europeo che potesse garantire un rating di qualità elevata, indipendente ed obiettivo, capace, cioè, di contribuire al buon funzionamento del mercato interno e proteggere in modo adeguato consumatori ed investitori.

Al fine di raggiungere detti obiettivi, la proposta si concentrava nella individuazione e fissazione di condizioni per l'emissione dei rating e nell'emanazione di disposizioni in tema di organizzazione ed esercizio delle attività rese dalle agenzie di rating al fine di marcarne l'indipendenza e prevenirne i possibili conflitti di interesse.

La proposta della Commissione si traduceva nell'emanazione del regolamento (CE) n. 1060 del 17 novembre 2009 (c.d. *CRAI*), entrato in vigore soltanto il 7 dicembre 2010, che introduceva un'impostazione regolamentare comune<sup>51</sup> per migliorare «*l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle attività di rating del credito*» al fine di contribuire al buon funzionamento del mercato interno e realizzare un grado elevato di protezione degli investitori (art. 1).

Il regolamento si rivolgeva unicamente ai *rating* comunicati al pubblico ovvero distribuiti tramite abbonamento e prevedeva che gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione e riassicurazione, gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e gli enti pensionistici aziendali o

---

<sup>51</sup> Da qui, evidentemente, la scelta dello strumento normativo del regolamento. Secondo altri, tale scelta sarebbe stata dettata dalla necessità di «*creare un contrappeso efficace ad altre giurisdizioni importanti, quali gli Stati Uniti*». In tal senso, cfr. S. OLIVIERI, *Agenzie di rating nel quadro delle misure varate per fronteggiare la crisi finanziaria, la Commissione Europea propone norme severe per regolamentare l'attività delle agenzie di rating del credito*, in *Le Società*, n. 1, 2009, p. 119.

professionali interessati, in generale, dalla normativa comunitaria, potevano utilizzare, a fini prudenziali, unicamente le valutazioni emesse dalle agenzie registrate come ECAI (i.e., *External Credit Assessment Institutions*) ai sensi degli artt. 14 ss. dello stesso regolamento.

La registrazione come ECAI comportava, di fatto, una riserva di attività, a differenza di quanto avviene negli Stati Uniti con la qualifica di *NRSRO*<sup>52</sup>.

Il regolamento si preoccupava di disciplinare la trasparenza dell'attività di rating<sup>53</sup> e la gestione degli eventuali conflitti di interessi prevedendo, in particolare, un meccanismo di rotazione negli incarichi interni dei singoli analisti ed una netta divisione tra il comparto societario che si occupava del rating da quello che forniva consulenza finanziaria.

Veniva, infine, predisposto un meccanismo di vigilanza e controllo basato sui poteri (sanzionatori e non) delle autorità nazionali competenti (in Italia, la Consob).

Il predetto regolamento, tuttavia, come anche il *CRARA* negli Stati Uniti, mancava di disciplinare l'eccessivo affidamento al rating da parte della legislazione, nonché la responsabilità delle agenzie ed il tema, più recente, della regolamentazione del rating c.d. sovrano.

Sul piano della responsabilità, il considerando 69 prevedeva che «*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*».

L'unico ordinamento che prevedeva una ipotesi di responsabilità civile specifica per le agenzie di rating del credito era quello francese<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Cfr. L. ENRIQUES, *Rating e regolamentazione*, cit., p. 6.

<sup>53</sup> Si prevedeva, ad esempio, che l'agenzia differenziasse il linguaggio per i rating riguardanti i titoli strutturati dagli altri, nonché un obbligo di comunicazione delle politiche e metodologie riguardanti i rating *unsolicited*. L'art. 12, inoltre, prevedeva che dovesse essere comunicata, annualmente e da parte delle agenzie, una relazione sulla trasparenza che contenesse informazioni sulla *governance* e sui meccanismi di controllo interno, le statistiche sull'allocazione del suo personale all'emissione di nuovi rating, alle revisioni dei rating esistenti, alla valutazione delle metodologie o dei modelli e all'alta dirigenza, informazioni sulla politica di conservazione della documentazione, sul risultato della sua revisione annuale interna in merito alla sua funzione indipendente di controllo della conformità, sulla sua politica di rotazione del management e degli analisti di rating e sul fatturato (distinguendo tra entrate derivanti da attività di rating e da altre attività, con un'ampia descrizione di entrambe).

<sup>54</sup> In particolare, l'ordinamento francese ha previsto una tipica ipotesi di responsabilità civile del *rater* nella *Loi de regulation bancaire et financière* 2010-1249 del 22 ottobre 2010 a titolo di *responsabilité délictuelle et quasi délictuelle* per le conseguenze dannose derivanti da *fautes* ovvero *manquements* commessi nell'attuazione degli obblighi di cui al regolamento *CRAI*. Cfr. P. X. CLÉDAT, *Agences de notation: de la délicate mise en oeuvre de leur responsabilité civile*, in *Revue*

Sotto l'egida dell'applicazione del regolamento *CRAI* mancava, altresì, un meccanismo di vigilanza comune centralizzato a livello europeo.

A questo ultimo problema, si è provveduto attraverso l'istituzione della *European Securities and Markets Authority (ESMA)* nell'ambito della più generale riorganizzazione dell'assetto di vigilanza europeo non più basato sul modello delle responsabilità condivise fra Autorità nazionali ed europee, bensì sull'accentramento delle funzioni di vigilanza in capo ad una istituzione sovranazionale<sup>55</sup>.

L'*ESMA* è stata istituita con regolamento (UE) n. 1095/2010 del 24 novembre 2010<sup>56</sup> ed i suoi poteri, in materia di vigilanza diretta sulle agenzie di rating riconosciute, sono stati introdotti con il regolamento (UE) n. 513/2011<sup>57</sup> (c.d. *CRA2*).

Il modello di vigilanza introdotto con l'istituzione dell'*ESMA* è fondamentalmente diverso da quello previgente.

Ed in effetti, si prevede che nello svolgimento dei propri compiti, detta autorità agisca «*in maniera indipendente e obiettiva nell'interesse esclusivo dell'Unione*», indipendenza ed obiettività che si manifestano, in via prioritaria (ed è questo il carattere preminentemente differenziale rispetto al recente passato), rispetto alle istituzioni europee<sup>58</sup>, oltre che rispetto alle autorità competenti a livello

---

*Lamy droit civil*, 96, 2012, p. 59; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 64.

<sup>55</sup> Cfr., in tal senso, M. PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012, p. 407. Si evidenzia, tuttavia, che l'*ESMA*, in generale, abbia competenza diretta unicamente nelle ipotesi in cui l'istituzione nazionale abbia omesso di agire e sempre a condizione che vengano interessate altre istituzioni europee (artt. 17 e 18) ovvero in quelle in cui manchi un accordo sulle procedure seguite ovvero sui provvedimenti adottati da parte di due o più autorità nazionali e si chiedi l'intervento dell'*ESMA* per la risoluzione della controversia. In altre parole, si tratta di ipotesi in cui la carenza di intervento dell'istituzione nazionale ovvero la situazione di *impasse* derivante dalle divergenze fra Autorità collocate a quel livello chiama in causa l'Autorità europea, nel pieno rispetto del principio di sussidiarietà. Si veda, altresì, F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, pp. 476-477; F. GRANDE, *L'attività di rating nel nuovo contesto regolamentare*, in *Amministrazione e finanza*, 6, 2012, p. 86.

<sup>56</sup> Unitamente all'*EBA* (i.e. *European Banking Authority*) ed all'*EIOPA* (i.e. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*), costituisce l'*EFSF* (i.e. *European Financial Stability Facility*). Nel predetto regolamento, si prevede che l'*ESMA* abbia l'obiettivo di «*proteggere l'interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all'efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese*» (art. 1.5, reg. 1095/2010).

<sup>57</sup> Il predetto regolamento ha previsto, ad esempio, poteri di indagine generali in capo a detta *Authority*, nonché poteri ispettivi specifici (artt. 23 *quater* e *quinquies*) e poteri sanzionatori sia in termini di sanzioni pecuniarie che di revoca della registrazione, piuttosto che sospensione della stessa e/o obblighi volti ad inibire condotte che violino la normativa *de qua*. Si evidenzia, nondimeno, che l'*ESMA* abbia poteri di vigilanza diretta unicamente nei confronti delle agenzie di rating, atteso che, negli altri ambiti, attui la vigilanza per il tramite delle istituzioni nazionali.

<sup>58</sup> Sul punto, si veda M. PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, cit., p. 412; E. CHITI, *Le trasformazioni delle autorità europee*, in *Rivista trimestrale di*



nazionale.

Con l'entrata in vigore del regolamento (UE) n. 462/2013 (c.d. *CRA3*), di contro, si è cercato di fornire una risposta ai noti temi dell'eccessivo affidamento regolamentare al rating, al c.d. rating sovrano nonché al problema della responsabilità civile.

Detto regolamento è il frutto di una travagliata discussione in seno alle istituzioni europee, iniziata, dapprima, con la comunicazione della Commissione europea del 2 giugno 2010<sup>59</sup> (ossia, ben prima che il *CRA1* entrasse in vigore) e con il documento di consultazione del 5 novembre 2010 e di poi con la risoluzione non legislativa del Parlamento Europeo dell'8 giugno 2011<sup>60</sup>, per concludersi con la proposta di regolamento che modificava il *CRA1* presentata dalla stessa Commissione Europea il 15 novembre 2011 e con cui l'istituzione europea evidenziava come, tra gli aspetti non affrontati dal regolamento, vi erano quelli *«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) ed alla struttura azionaria delle agenzie di rating»*.

Nondimeno, rilevava la Commissione, *«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»*<sup>61</sup>.

L'eccessivo affidamento al rating esterno delle agenzie, come anche una scarsa trasparenza nel mercato, condurrebbero, secondo la valutazione di impatto della proposta condotta dalla stessa Commissione, a prociclicità ed effetti c.d. "falesia" (*cliff effects*), ossia ad azioni improvvise derivanti dal declassamento di un prodotto ovvero di un emittente, e ad effetti contagio.

---

*diritto pubblico*, I, 2010, pp. 69 ss.

<sup>59</sup> Si tratta della comunicazione su *“Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile”*, COM(2010) 301, consultabile al seguente link: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/general/com2010\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf).

<sup>60</sup> I lavori del Parlamento Europeo sono consultabili al seguente link: [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2010/2302\(INI\)#tab-0](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2010/2302(INI)#tab-0).

<sup>61</sup> La proposta di regolamento è consultabile al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0747:FIN:IT:PDF>. In verità, la predetta proposta è stata poi significativamente modificata dall'intervento del Consiglio, dapprima, e del Parlamento europeo, di poi, su cui, con specifico riguardo al tema della responsabilità civile, si veda *infra* cap. ...., par. ....

Nondimeno, un mercato eccessivamente concentrato (oligopolistico), non permetterebbe agli utenti una comparazione tra i servizi resi dalle agenzie ed acuirebbe il problema del conflitto di interessi esistente in ragione del modello di remunerazione delle stesse agenzie.

Da ultimo, l'assenza di una disciplina specifica in materia di responsabilità civile, non permetterebbe di garantire adeguata tutela a quelle perdite subite dagli investitori e ricollegabili a violazioni della legislazione vigente in materia da parte delle società di rating.

La proposta, per quanto *quivi* di maggiore interesse, introduceva gli artt. 5 *bis* e *ter*, volti a ridurre l'eccessivo affidamento da rating esterno e l'art. 35 *bis* in materia di responsabilità civile delle società di rating nei confronti dei terzi investitori.

L'art. 5 *bis* disponeva che «*gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione e riassicurazione, gli enti pensionistici aziendali o professionali, le società di gestione e di investimento, i gestori di fondi di investimento alternativi e le controparti centrali*» di cui ai rispettivi regolamenti, «*le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni*» dovessero effettuare «*la loro propria 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*», all'uopo individuandosi le autorità competenti incaricate della vigilanza di tali imprese a verificare «*rigorosamente l'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito delle imprese*».

Nondimeno, l'art. 5 *ter* vietava alle autorità di vigilanza del sistema bancario-finanziario (segnatamente, l'EBA, l'EIOPA e l'ESMA) di adoperare riferimento ai rating nei loro orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche se tali riferimenti rischiassero di far sì che le autorità competenti o i partecipanti ai mercati si affidino meccanicamente ai rating del credito, disponendo che entro il 31 dicembre 2013, riesaminassero e rimuovessero, se del caso, tutti i riferimenti ai rating eventualmente presenti negli orientamenti e raccomandazioni attuali.

La proposta di regolamento, poi, prevedeva l'inserimento del Titolo III *bis*, rubricato “*Responsabilità civile delle agenzie di rating del credito*”, che sarebbe stato composto unicamente dall'art. 35 *bis*, a sua volta rubricato “*Responsabilità civile*”.

Il predetto art. 35 *bis* prevedeva che là dove un'agenzia di rating del credito

avesse commesso *intenzionalmente* o per *negligenza grave* una delle infrazioni previste nell'allegato III di modo da incidere sul rating del credito emesso e su cui un investitore si fosse basato nell'acquistare uno strumento valutato, l'investitore poteva promuovere un ricorso contro l'agenzia per i danni subiti.

Di là dalla natura *naïf* della disposizione in esame, stante l'ovvietà di siffatta "possibilità", ciò che risultava evidente era che l'avvio di azione giudiziaria fosse possibile soltanto nell'ipotesi di "acquisto" da parte di un investitore di uno strumento valutato e non anche nelle complementari ipotesi in cui l'investitore avesse omesso di acquistare ovvero omesso di vendere ed, in generale, di negoziare un titolo in ragione dell'omesso tempestivo *upgrading* ovvero *downgrading* dello stesso.

Si prevedeva, altresì, che una infrazione poteva esser considerata tale da incidere sul rating se quello emesso fosse diverso da quello che sarebbe stato emesso là dove non fosse stata commessa l'infrazione e che vi era negligenza grave nel caso in cui l'agenzia di rating avesse disatteso *gravemente* ai doveri imposti dallo stesso regolamento.

Nel tentativo di orientare l'onere della prova, si prevedeva che là dove l'investitore avesse accertato fatti da cui si potesse dedurre che un'agenzia di rating del credito avesse commesso una delle infrazioni previste dall'allegato III alla stessa proposta di regolamento, doveva spettare all'agenzia dimostrare di non aver commesso l'infrazione ovvero che l'infrazione non aveva avuto un impatto sul rating emesso, secondo il principio di vicinanza della prova.

Da ultimo, si prevedeva la nullità e l'inefficacia di clausole che prevedessero l'esclusione ovvero la limitazione a priori della responsabilità civile delle agenzie.

Prendendo le mosse dalle proposte avanzate dalla Commissione, è stato emanato il *CRA3*, il quale interviene, sostanzialmente, sui tre macro argomenti, già sopra evidenziati e, segnatamente, sull'eccessivo affidamento regolamentare da rating, sulla regolamentazione del rating sovrano e sulla responsabilità civile delle società di valutazione del merito creditizio<sup>62</sup>.

In ordine al primo aspetto, viene confermata l'introduzione degli artt. 5 *bis* e *ter* all'interno del regolamento (CE) n. 1060/2009, di fatto rimasti invariati anche nei loro dispositivi.

---

<sup>62</sup> Cfr., in tal senso, E. CAVALIERI, *La nuova disciplina europea del rating delle banche*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 10, 2013, pp. 931 ss.

Nondimeno, viene introdotto l'art. 5 *quater* secondo cui la Commissione dovrà continuare a verificare se i riferimenti ai rating del credito nel diritto dell'Unione determinano o possono determinare un affidamento esclusivo o meccanico ai rating del credito da parte delle autorità competenti e degli operatori del mercato finanziario, «con 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 credito»<sup>63</sup>.

In verità, la circostanza che si sia scelta la via del completo abbandono della *rating-based regulation* non può far passare inosservato l'incarico attribuito alla Commissione europea di predisporre, entro il 31 dicembre 2016 una relazione sulla «opportunità e (...) 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, di modo che una futura pubblicizzazione dell'attività di rating non possa di per certo essere esclusa, specialmente là dove non si dovessero individuare alternative credibili al rating.

L'art. 35 *bis* introdotto con il regolamento (UE) n. 462/2013 ha previsto una tipologia di responsabilità particolare, su cui la dottrina si è in parte divisa e la cui analisi è posticipata all'ultimo capitolo.

*Quivi* ci si limita ad evidenziare come la forma di tutela introdotta dalle disposizioni in esame sia da considerarsi di armonizzazione minima, restando percorribili strade di tutela degli interessi degli investitori (attori nel giudizio di risarcimento del danno) astrattamente più favorevoli, ove previste dalla legislazione nazionale.

## **5. La funzione del rating nell'ottica della individuazione di una responsabilità civile.**

Illustrati gli interventi regolatori, sia negli Stati Uniti che in Europa, che hanno interessato il tema del rating del credito, è opportuno soffermarsi sull'analisi della funzione che, anche in ragione delle scelte regolatorie realizzate nel tempo, a detto

---

<sup>63</sup> Fa da contrappeso a detta previsione normativa, il rafforzamento della valutazione interna del rischio da parte degli istituti finanziari, ai quali è fatto divieto di affidarsi esclusivamente e meccanicamente ai rating del credito, individuandosi le autorità di vigilanza nazionali quali incaricate di verificare l'adeguatezza dei sistemi di valutazione interna del rischio, nonché valutare l'utilizzo di riferimenti contrattuali ai rating ed eventualmente incentivarne la riduzione. E. CAVALIERI, *La nuova disciplina europea del rating delle banche*, cit., pp. 931 ss.

strumento si è voluto attribuire.

In particolare, definire in maniera compiuta cosa intendersi per *rating* ed individuarne la relativa funzione è attività tutt'altro che inutile ed autoreferenziale.

Tale sforzo ermeneutico ha, infatti, l'effetto di incidere direttamente sulla disciplina applicabile e, quindi, anche sul regime e sul grado di responsabilità cui eventualmente assoggettare i soggetti che il rating emettono e divulgano.

Il regolamento (CE) n. 1060/2009 definisce il rating come 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*»<sup>64</sup>.

La definizione appena richiamata è rimasta invariata anche a seguito dell'entrata in vigore del regolamento (UE) n. 462/2013 (c.d. CRA3), che ha, di suo, introdotto quelle di *rating non richiesto*, *prospettiva di rating (outlook)* e *rating sovrano*<sup>65</sup>.

Caratteristiche del rating sono, dunque, la relatività<sup>66</sup> del parere, il quale fotografa il merito creditizio di un emittente ovvero di un prodotto in un determinato momento storico, nonché l'utilizzo di un sistema di classificazione in categorie di rating<sup>67</sup>, secondo un inquadramento in una scala alfanumerica il cui criterio ordinante è rappresentato dal rischio di insolvenza dell'emittente ovvero del prodotto valutato.

Nondimeno, il *rating* ha natura evidentemente prognostica<sup>68</sup> e costituisce una

---

<sup>64</sup> Cfr. regolamento (CE) n. 1060/2009, art. 3, comma primo, lett. a). Utilizzano il predetto parametro anche A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2, 2013, p. 112.

<sup>65</sup> Si veda, sul punto, regolamento (UE) n. 462/2013, art. 1, comma terzo, lett. a), n. iv) che introduce, tra le altre, le lett. v), w) e x) all'art. 3, comma primo del regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>66</sup> Sulla relatività in ambito statunitense, si veda S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007–2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, p. 1930.

<sup>67</sup> Il regolamento chiarisce, altresì, cosa intendersi per categorie di rating, ossia «*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*» (art. 3, comma primo, lett. h, regolamento (CE) n. 1060/2009).

<sup>68</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., p. 511, secondo il quale «*il rating deve (...) qualificarsi 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*». In tal senso, si veda, altresì, A. PERRONE, *Le società di rating*, cit., p. 1025 secondo il quale le agenzie di rating si limiterebbero a «*valutare la probabilità dell'insolvenza di un emittente, alla stregua di classificazione che condensa*

forma tipica di *informazione derivata* suscettibile di aggiornamento riflettendo l'evoluzione del grado di rischio correlato all'investimento valutato<sup>69</sup>.

In questo senso, il rating si porrebbe ad un livello intermedio tra la mera espressione di un'opinione soggettiva e la vera e propria attestazione.

La gradazione di significati che ne consegue, ovviamente, parte da una nozione di rating che permetterebbe una minore esposizione delle agenzie al rischio di *accountability* ad una, di contro, che aumenterebbe il rischio di incorrere in responsabilità, con altrettanti gradi di pervasività ed efficacia della conseguente azione risarcitoria.

Ed in tale ordine graduale che si esporranno le opzioni interpretative in tema di funzione del rating, segnalandosi, sin da subito, che il rating può essere (ovvero servire ad) ognuna delle cose che si dirà e che il suo diverso atteggiarsi dipende sostanzialmente dall'ambiente regolatorio in cui tali valutazioni vadano a collocarsi.

### ***5.1. La mitigazione dell'asimmetria informativa nel mercato (c.d. funzione informativa) e la tutela dell'investitore.***

In un mercato *efficiente* i prezzi delle attività finanziarie riflettono tutte le informazioni disponibili pubblicamente<sup>70</sup>.

In particolare, in tale mercato, la corretta valutazione delle attività finanziarie sarebbe individuata nel valore attuale scontato del flusso dei profitti futuri attesi secondo le informazioni disponibili, di modo che il prezzo di mercato di ciascuna attività eguali detto valore<sup>71</sup>; allorquando si discorre, dunque, di efficienza nel mercato dei capitali, si considerano i prezzi delle attività ed i loro rendimenti come il naturale risultato dell'operare della legge della domanda e dell'offerta, in un mercato competitivo e composto da individui razionali<sup>72</sup> che acquisiscono

---

*in un indicatore assai facile da comprendere un contenuto informativo ricco di sfumature». Cfr. S. L. SCHWARCZ, Private ordering of public market: the rating agency paradox, in University of Illinois Law Review, 2002, pp. 7 ss.*

<sup>69</sup> Cfr. A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., pp. 112 – 113 i quali ritengono, addirittura, che un rating positivo possa esser considerato una «*garanzia implicita della solvibilità degli emittenti*». In tal senso, altresì, L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2010, p. 491.

<sup>70</sup> Cfr. E. F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, Blackwell Publishing, 1969, p. 383; G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 75; A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contratto e impresa*, 1, 2012, p. 184.

<sup>71</sup> Cfr., in termini simili, G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 75.

<sup>72</sup> Assumendo, ovviamente, la razionalità quale dato relativo, in questa sede si vuole

rapidamente le informazioni rilevanti per la individuazione dei prezzi delle attività finanziarie. Ovviamente, nel caso in cui le informazioni (sia passate che future) siano immediatamente disponibili, queste verranno incorporate nel prezzo dell'attività finanziaria considerata. In tal caso, si discorre di efficienza informativa del mercato.

Tale approccio si basa sulla *efficient capital market hypothesis* (nel prosieguo, *ECMH*<sup>73</sup>) secondo cui i prezzi sono in grado di riflettere immediatamente le informazioni pubblicamente presenti sul mercato in un determinato momento<sup>74</sup>.

Ovviamente, detta situazione va distinta da quella di efficienza informativa ricorrente al verificarsi delle condizioni per un mercato perfettamente concorrenziale, ossia allorquando le informazioni siano immediatamente disponibili per tutti gli attori del mercato senza costi: nella *ECMH*, anche se tali caratteristiche non sussistano in concreto, il mercato si comporta come se queste ricorressero<sup>75</sup>.

L'*ECMH* è stata accolta da parte della dottrina italiana<sup>76</sup> che ne ha affinato i confini evidenziando il carattere relativo e dinamico del concetto di efficienza,

---

adoperare riferimento all'individuo razionale che sceglie, in maniera coerente con le proprie preferenze, il prodotto ovvero il servizio tra quel paniere di prodotti e servizi preferiti ed appartenente al proprio vincolo di bilancio. Cfr. H. R. VARIAN, *Microeconomia*, Venezia, Cafoscarina, 2009, p. 68.

<sup>73</sup> Anche detta, *Theory of Random Walks*. Cfr. M. C. JENSEN, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, N. 2/3, 1978, 95 ss., secondo il quale «*there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis*». Questi spiega la *ECMH* in tal modo: «*A market is efficient with respect to information set  $\Omega_t$  if it is impossible to make economic profits (i.e. risk adjusted returns net of all costs) by trading on the basis of information set  $\Omega_t$* ». Si veda, ovviamente, E. F. FAMA, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, cit., p. 383, nonché F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 65 – 67.

<sup>74</sup> Per semplicità, si è riportata unicamente la c.d. *Semi-Strong Form* della *ECMH*, secondo cui le «*informazioni presenti sul mercato*» sono tutte le informazioni pubbliche conosciute dagli attori del mercato in un determinato momento storico (t). L'ipotesi conosce, quanto meno, due ulteriori semplificazioni che intendono tali informazioni, la prima, come quelle contenute nella storia passata dei prezzi in un determinato momento storico (i.e. Weak Form) e, la seconda, come quelle detenute da tutti gli attori del mercato in un determinato momento storico ed a prescindere se trattasi di informazioni pubbliche o private (i.e. Strong Form). Sul punto, cfr. E. F. FAMA, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, cit., p. 389; M. C. JENSEN, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, cit., pp. 97 – 98, secondo il quale «*the Semi-strong Form of the Efficient Market Hypothesis, represents the accepted paradigm and is what is generally meant by unqualified references in the literature to the 'Efficient Market Hypothesis'*».

<sup>75</sup> Cfr. R. J. GILSON, R. H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, *Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation* (May, 1984), p. 552, secondo i quali «*what makes the ECMH non-trivial, of course, is its prediction that, even though information is not immediately and costlessly available to all participants, the market will act as if it were*».

<sup>76</sup> Cfr. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 8 – 10, il quale, si rifà, nella sostanza, allo studio di R. J. GILSON, R. H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, cit., *passim*.

dipendente dalla tipologia di informazione disponibile (nonché dal costo di raccolta, elaborazione e verifica della stessa) e dalle caratteristiche degli investitori partecipanti.

I (relativamente) recenti studi della *behavioural science* applicati all'economia ed alla regolazione (in particolare, finanziaria<sup>77</sup>), tuttavia, mostrano i limiti della *ECMH* che parte dall'assunto della perfetta informazione e di una capacità d'agire dell'investitore assiomatica<sup>78</sup>. In questo contesto, vengono rimarcati quei fattori capaci di influenzare il prezzo senza avere legame alcuno con le aspettative razionali degli investitori (istituzionali e non) su un determinato strumento finanziario<sup>79</sup>.

La critica della *behavioural science* al modello di economia neoclassica poggia sulla sua incapacità di tenere in debito conto gli errori di ragionamento e di preferenze, nonché la naturale socialità dell'*homo oeconomicus*<sup>80</sup> il quale si muove in un sistema di interazioni, per l'appunto, sociali che importano un greve discostamento dalla condotta autarchica propagandata dalla *ECMH*.

La teoria comportamentale si presenta come sostanzialmente descrittiva della condotta economica dell'individuo, evidenziandone gli scostamenti dal paradigma della razionalità individuati nelle c.d. *euristiche* (ossia le scorciatoie mentali) consistenti in regole di base che consentono di semplificare il processo decisionale ed i problemi complessi ovvero in presenza di informazioni incomplete, e nei c.d. *bias*, ossia i pregiudizi capaci di influenzare, nuovamente, le scelte individuali, sia sotto il profilo emotivo che percettivo<sup>81</sup>.

---

<sup>77</sup> Il padre della finanza comportamentale è Richard Thaler. Si veda, S. MULLAINATHAN, R. THALER, *Behavioural Economics*, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working Paper Series, 2000, *passim*; N. BARBERIS, R. THALER, *A Survey of Behavioural Finance*, consultabile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=327880](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=327880), 2002, *passim*.

<sup>78</sup> Utilizza detta significativa espressione, L. ARNAUDO, *Diritto cognitivo, prolegomeni a una ricerca*, in *Politica del diritto*, 1, 2010, p. 109.

<sup>79</sup> Tra gli economisti questi fattori vengono chiamati *noise* (i.e. rumore). Si veda, sul punto, A. SHLEIFER, L. H. SUMMERS, *The Noise Trader Approach to Finance*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, N. 2, Spring 1990, *passim*, il cui approccio si fonda su due assunzioni di base, ossia la circostanza che alcuni investitori non siano pienamente razionali e la loro propensione al rischio dipende dalle loro personali opinioni o dai loro sentimenti che, spesso, non sono basati su fatti e conoscenze veritiere ovvero giustificate, nonché sulla circostanza che l'arbitraggio, ossia la negoziazione realizzata dagli investitori perfettamente razionali non soggetti a detti sentimenti, sia fortemente rischioso e come tale limitato. In verità, un modello che preveda un arbitraggio limitato è più utilizzabile e realistico, maggiormente coerente con il sistema finanziario.

<sup>80</sup> Sottolineano questo aspetto, nello specifico, R. KOROBKIN, T. ULEN, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in *California Law Review*, 2000, pp. 1127 ss.; L. ARNAUDO, *Diritto cognitivo, prolegomeni a una ricerca*, cit., p. 109, nota 15.

<sup>81</sup> Cfr. U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 21.



Da questo angolo visuale, gli investitori si distinguerebbero tra gli *arbitrageurs*, ossia quelli con un bagaglio conoscitivo maggiore capaci di effettuare scelte maggiormente razionali (tra cui andrebbero ricompresi anche gli stessi emittenti di prodotti finanziari), ed i *noise traders*<sup>82</sup>, ossia quegli investitori più sensibili al rumore delle opinioni irrazionali. I primi spingerebbero l'equilibrio verso un arbitraggio perfetto, mentre i secondi tenderebbero a spezzare detto equilibrio realizzando scelte non soltanto legate a logiche razionali (come ad esempio, un annuncio pubblico sulla crescita del tasso di interesse ovvero su un aumento della tassazione) ma spesso non giustificate da alcuna razionale informazione<sup>83</sup>.

Lo *spread* che si crea in ragione del *noise* nel mercato finanziario tra l'informazione detenuta dall'emittente (ovvero dagli *arbitrageurs*) e quella disponibile sul mercato per i *noise traders* non permette un immediato assorbimento di tali informazioni nel prezzo dell'attività, deviando l'equilibrio nel mercato finanziario da quello "ottimale"; in questo senso, si afferma che gli emittenti dispongono di un *vantaggio informativo* rispetto agli altri investitori<sup>84</sup> consistente nella esclusiva consapevolezza del proprio profilo di rischio.

Il richiamato dato empirico è, come di evidenza, di imponderabile rilevanza: ed in effetti, tenuto conto che il valore del tasso di interesse delle attività finanziarie è direttamente proporzionale al profilo di rischio dell'emittente (ovvero delle attività sottostanti – e dei relativi debitori – al prodotto finanziario strutturato), questi sarà interessato a simulare un profilo di rischio basso proprio per negoziare l'attività ad un tasso di interesse proporzionalmente inferiore.

Di contro, il *noise trader* ha l'interesse opposto a vedersi riconosciuto un rendimento per l'investimento in attività finanziarie che sia più alto (ovvero quanto meno pari) rispetto al profilo di rischio effettivo dell'emittente.

Il *vantaggio informativo* di cui s'è detto, però, non permette all'investitore di

---

<sup>82</sup> L'espressione viene utilizzata da F. BLACK, *Noise*, in *The Journal of Finance*, Vol. XLI, N. 3, July 1986, pp. 530 ss., in particolare p. 531.

<sup>83</sup> Rientrano nella nozione di *noise*, oltre che le fluttuazioni derivanti dalle scelte impulsive degli investitori, anche le false informazioni fornite da brokers ed analisti finanziari, nonché, ovviamente, anche i giudizi effettuati dalle agenzie di rating là dove gli stessi si fondino, a loro volta, su informazioni altrettanto inveridiche ovvero su informazioni elaborate sulla base di modelli di valutazione incoerenti e fallaci.

<sup>84</sup> Cfr., in termini simili, G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 76; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 35 – 37, secondo il quale i principi di professionalità e buona fede oggettiva sarebbero gli strumenti messi in campo dal legislatore civilista per ridurre i costi di agenzia e la prevalenza dell'interesse della parte informata sull'altra controparte.

raggiungere il proprio obiettivo, mentre, troppo spesso, consente all'emittente di negoziare attività finanziarie sottostimate e le cui informazioni rilevanti sono spesso inaccessibili al mercato.

In particolare, l'asimmetria informativa<sup>85</sup> (ed in particolare, questa tipologia di asimmetria) espone il mercato ai noti fenomeni di *adverse selection*<sup>86</sup> e *moral hazard*<sup>87</sup> che ne riducono i margini di efficienza e sollecitano meccanismi speculativi che, nel lungo periodo, si traducono in eventi economico-finanziari traumatici.

Nel meccanismo appena descritto, le agenzie di rating, quanto meno in astratto, avrebbero la funzione di mitigare gli effetti di detta asimmetria informativa<sup>88</sup>, permettendo il disvelare delle informazioni rilevanti e l'incontro

---

<sup>85</sup> Cfr. B. MOSTACATTO, *Eliminating Regulatory Reliance on Credit Ratings: Restoring the Strength of Reputational Concerns*, in Max Planck Institute for Tax Law and Public Finance Working Paper, 2012, p. 7, secondo la quale «*information asymmetry refers to the situation in which one of the parties to a transaction possesses more or superior information relative to the other, an imbalance that can be potentially by the better-informed party to the detriment of the less-informed.*».

<sup>86</sup> La selezione avversa si verifica, di solito, prima dell'instaurazione del rapporto tra emittente ed investitore e consiste, nel mercato delle attività finanziarie, nella estromissione dal mercato stesso, nel breve periodo, di quegli emittenti con un basso profilo di rischio. Ne deriva che, sempre 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 di credito. Nel lungo periodo, di contro, si verifica un deterioramento dello *standard* qualitativo del mercato con una riduzione del volume degli scambi ed un aumento del tasso di interesse. Sul punto, si veda, G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 76; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., p. 3.

<sup>87</sup> Il *moral hazard* avviene a rapporto contrattuale concluso e riguarda la circostanza che l'emittente possa comportarsi in maniera differente da quanto pattuito «*sfruttando in maniera opportunistica l'asimmetria informativa*», soprattutto in un mercato, come quello delle attività finanziarie, in cui il merito creditizio dell'emittente non è facilmente monitorabile da parte dell'investitore. Cfr. G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 77.

<sup>88</sup> Cfr. A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., p. 112, i quali discorrono, altresì, di funzione di «comunicazione derivata» all'uopo riferendosi alla capacità delle agenzie di semplificare la diffusione dei dati, delle informazioni e, più genericamente, delle notizie assunte dagli imprenditori interessati; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 10, secondo cui «*sotto il profilo funzionale, si ritiene che la valutazione del merito creditizio contribuisca a mitigare l'asimmetria informativa, strutturalmente insita nel mercato finanziario tra investitori, soprattutto retail, ed emittenti strumenti obbligazionari, in modo da influenzare positivamente tanto la raccolta del risparmio quanto l'efficiente allocazione delle risorse finanziarie*»; M. B. CANE, A. SHAMIR e T. JODAR, *Below investment grade and above the law: a past, present and future look at the accountability of credit rating agencies*, cit., p. 1066, secondo i quali «*CRA's "help lenders pierce the fog of asymmetric information that surrounds lending relationships. . . . [and] help borrowers (and their credit qualities) emerge from that same fog" (...). While these agencies perform a vital function for the financial community, many individuals, investors, and organizations heavily criticize the rating agencies, notably for their role in the 2007-2008 subprime mortgage crisis*»; C. PINELLI, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *Costituzionalismo.it*, 2, 2012, pp. 2-3; B. SZEGO e G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, cit., p. 337; F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una "terza via"*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2, 2012, p. 323; U. BLAUROCK, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, in *Electronic Journal of Comparative Law*, vol. 11.3, December 2007, disponibile su <http://www.ejcl.org>, pp. 6 ss.

efficiente di domanda ed offerta, di modo che il valore del tasso di interesse associato ad una determinata attività finanziaria rifletta le esatte informazioni riguardanti il relativo profilo di rischio (*i.e.* valore fondamentale dei flussi di reddito derivanti dalle attività finanziarie)<sup>89</sup>.

Tanto possono realizzare in maniera efficiente in ragione della circostanza che, da un lato, le agenzie di rating riuscirebbero a raccogliere le informazioni rilevanti a costi inferiori di quelli che sopporterebbero, singolarmente, gli investitori e, dall'altro lato, disincentiverebbero comportamenti opportunistici da parte degli emittenti i quali sarebbero consapevoli di essere “osservati” e “valutati”.

Dal lato degli emittenti, l'intervento delle agenzie di rating permette di limitare il problema della selezione avversa atteso che le stesse consentono, agli investitori, la scelta degli emittenti con un miglior merito creditizio<sup>90</sup>. Dal lato degli investitori, invece, il *rating* permetterebbe un monitoraggio continuo dell'emittente e, conseguentemente, disincentiverebbe comportamenti opportunistici da parte di questi.

Nell'ottica della *ECMH*, l'attività delle agenzie di rating non permetterebbe una efficienza ottimale in ragione dell'alto costo da sopportarsi per ottenere un rating che, ove l'informazione fosse di facile comprensione ed accessibile a tutti (ovvero ove il mercato fosse composto, per lo più, da *arbitrageurs*), non verrebbe sostenuto.

Tuttavia, da un lato, nel mercato delle obbligazioni e soprattutto in quello dei prodotti strutturati le informazioni sono molteplici (soprattutto nell'era digitale) e difficili da sintetizzare ovvero elaborare e, dall'altro, gli attori del mercato risentono spesso del *noise* derivante dalle false informazioni pubblicamente accessibili e privatamente fornite.

In questo sistema, la capacità delle agenzie di rating di raccogliere informazioni (anche private ovvero interne all'emittente soggetto-oggetto di

---

<sup>89</sup> Si veda D. W. DIAMOND, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in *Review of Economics Studies*, vol. 51, Issue 3, 1984, *passim*; M. H. MILLON e A. V. THANKOR, *Moral Hazard and Information Sharing: A model of Financial Information Gathering Agencies*, in *Journal of Finance*, vol. 40, No. 5, 1985, *passim*.; G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 78.

<sup>90</sup> Tanto avviene a prescindere che un *rating* venga emanato oppure no. Ed in effetti, anche soltanto la circostanza che un emittente rifiuti di farsi "osservare" e "valutare" da un'agenzia terza realizza quale effetto quello di rendere l'emittente meno credibile dinanzi agli investitori. Si veda, C. A. AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 1970, pp. 493 – 494 in tema di assicurazione medica nel mercato statunitense; B. SZEGO e G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, cit., p. 337.

“osservazione” e “valutazione”) ad un costo inferiore rispetto a quello che sarebbe applicato ai singoli investitori<sup>91</sup> garantirebbe comunque un indubbio risparmio in termini di efficienza.

Ad ogni buon conto, nella lotta intestina al mercato delle attività finanziarie tra *arbitrageurs* ed *noise traders*, le agenzie di rating si sono inserite quali meri analgesici, senza mai efficacemente ridurre detto *gap* informativo e spesso intervenendo con una efficacia meramente reattiva piuttosto che proattiva<sup>92</sup>.

Per esser chiari, il *downgrade* è troppo spesso intervenuto a “giochi fatti”, soltanto allorché il mercato aveva già preso atto della decozione dell'emittente e ciò in ragione, da un lato, della scarsa capacità delle agenzie di reperire ed analizzare *ex ante* le informazioni necessarie per una corretta valutazione<sup>93</sup> e, dall'altro, dall'eccessivo affidamento riposto al rating a livello regolamentare, sia negli Stati Uniti che in Europa che, nel tempo, ne ha strutturalmente modificato la funzione.

#### 5.1.1. Rating e libertà di manifestazione del pensiero.

Mitigare l'asimmetria informativa esistente tra emittente ed investitore significa, nella sostanza, fornire un'informazione finanziaria.

Informare, in economia, è sempre un'attività complessa che importa responsabilità e le agenzie di rating hanno dovuto affrontare il problema della loro responsabilità dapprima nel sistema statunitense.

La linea difensiva si è tradotta, in quel contesto, nella considerazione del rating quale mera *opinion*<sup>94</sup> coperta dal Primo Emendamento previsto dalla

---

<sup>91</sup> In tal senso si esprimono G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 80.

<sup>92</sup> La pregevole osservazione è espressa da F. PARTNOY, *The Siskel and Erbert of financial markets?: two thumbs down for the credit rating agencies*, cit., p. 621, secondo il quale «since the mid-1970s (...) credit rating agencies, faced with the challenges of globalized, technologically innovative markets and with competition from providers of more current, detailed, and accurate information, have become reactive rather than proactive, and some evidence indicates they have maintained accurate credit ratings (i.e., ratings correlated with actual default experience) due more to after-the-fact corrections than to predictive power».

<sup>93</sup> Non è, in effetti, un caso che le citazioni più frequenti nei *papers* che si sono occupati della problematica siano le *mails* scambiate da alcuni dipendenti di una nota agenzia di rating del credito nelle quali si ironizzava sulla scarsa accuratezza di dette valutazioni.

<sup>94</sup> Occorre, fin da subito, sgomberare il campo dal rischio di incorrere nella trappola dei *false friends*: il termine “opinion”, nel linguaggio statunitense, significa *advice from a professional person*, sicché, di per sé, non è tanto l'utilizzo di detto termine ad essere significativo nell'analisi dell'esperienza statunitense, quanto la costruzione dogmatico-giuridica alla quale tale espressione viene affiancata, ossia alla possibilità di applicarvi analogicamente lo statuto giuridico previsto per l'attività giornalistica, applicando lo standard probatorio dell'*actual malice*.

Costituzione USA<sup>95</sup>.

In particolare, le agenzie sostenevano, nelle aule di tribunale statunitensi (e di recente, anche in quelle italiane<sup>96</sup>) che il *rating* non era assolutamente assimilabile ad una sollecitazione di investimento, ma era semplicemente un'opinione indipendente sull'affidabilità economico-finanziaria di un emittente ovvero sulla bontà di un prodotto finanziario, assimilabile a quella dei giornalisti, e come tale coperta dalla libertà di parola (*freedom of speech*)<sup>97</sup>.

Il *rating* dovrebbe, dunque, essere distinto dalle certificazioni contabili, poiché presenterebbe le caratteristiche di soggettività tipiche di una opinione<sup>98</sup>, nonché dalle valutazioni realizzate dagli analisti finanziari, poiché non rappresenterebbe un consiglio di investimento, né equivarrebbe a raccomandazione in merito alla detenzione ovvero compravendita di prodotti finanziari specifici, anche perché le agenzie non avrebbero poteri ispettivi o di controllo nei confronti dei soggetti analizzati. Inoltre, secondo le agenzie, il *rating* non può e non deve sostituire l'autonoma valutazione del singolo investitore in merito ad una scelta di investimento ovvero disinvestimento, essendo sempre opportuno che ognuno effettui, anche attraverso proprie ricerche, una valutazione indipendente<sup>99</sup>.

Trasponendo detta impostazione nell'ordinamento nazionale potrebbe dirsi che la valutazione realizzata dalle agenzie di *rating* si debba considerare quale manifestazione del pensiero, come tale protetta dal portato dell'art. 21 della Costituzione.

Come noto, la citata copertura costituzionale, nel caso dell'*opinionista* (normalmente, il giornalista), importa la legittimità, nell'esercizio della propria professione, della messa in discussione di prerogative e diritti dei singoli,

---

<sup>95</sup> Il Primo Emendamento prevede che il Congresso «*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*». Sul punto, G. PONZARELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, cit., pp. 444 – 445; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., p. 1946; H. LANGOHR, P. LANGOHR, *THE RATING Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*, Hoboken, Wiley, 2009, p. 182.

<sup>96</sup> Si veda *infra*, cap. 3.

<sup>97</sup> Come d'altro canto pubblicizzato in ogni *disclaimer* disponibile sui propri *websites*. Si veda, ad esempio, quanto rinvenibile sul sito di S&P all'indirizzo <http://www.standardandpoors.com/regulatory-affairs/ratings/en/eu>.

<sup>98</sup> Cfr. U. G. SCHROEDER, *Credit Ratings between market information and legal regulation*, JARAF, vol. 6, issue 1, 2011, p. 16.

<sup>99</sup> Cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 3, 2011, pp. 764 ss.

specialmente nell'ambito dell'esercizio del diritto di critica, a condizione che vengano rispettati taluni requisiti di professionalità e correttezza<sup>100</sup>.

Applicando tale approccio al fenomeno del rating significherebbe dover contemperare la libertà di manifestazione del pensiero con altre libertà, diritti ed interessi previsti nella nostra Carta Fondamentale, quale l'interesse dei terzi (in questo caso, investitori), a non subire interferenze nella propria attività negoziale ovvero a non vedersi influenzata la propria autonomia contrattuale<sup>101</sup> ovvero ancora la tutela del risparmio «*in tutte le sue forme*» prevista dall'art. 47 della stessa Costituzione<sup>102</sup>.

La costruzione del *rating* come opinione ha ricevuto, in Italia, il *placet* sia di parte della giurisprudenza<sup>103</sup> e dottrina<sup>104</sup>, e ciò perché la valutazione delle agenzie doveva ritenersi dipendente dalle informazioni ricevute dal soggetto valutato<sup>105</sup>.

---

<sup>100</sup> Si veda A. DI AMATO, *Informazione economica e responsabilità civile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2006, p. 296; S. FOIS, *Informazione e diritti costituzionali*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2000, pp. 249 ss.; M. LUCIANI, *La libertà di informazione nella giurisprudenza costituzionale italiana*, in *Politica del diritto*, 1989, pp. 603 ss.

<sup>101</sup> Cfr., in tal senso, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 69.

<sup>102</sup> In tal senso, M. TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 929.

<sup>103</sup> Si veda, in tal senso, Tribunale di Roma, sez. I, 17 gennaio 2012, n. 835, *Dall'Angelo c. Cons. Patti Chiari e altro*, in *Giurisprudenza commerciale*, 3, 2013, pp. 462 ss., secondo cui «*le agenzie di rating non formul(erebbero) raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli, ma emett(erebbero) semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data. (...) Da ciò deriv(erebbe) che qualsiasi valutazione dell'agenzia di rating, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento (fosse) 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*».

<sup>104</sup> Cfr. G. CARRIERO, *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, cit., pp. 873 ss., secondo il quale «*i giudizi di rating dipendono dalle informazioni volontariamente fornite dagli emittenti (scilicet, dai relativi organi sociali), dai suoi advisors o direttamente acquisite e selezionate dalla società nell'ambito delle informazioni pubbliche o comunque disponibili al pubblico. In siffatta guisa, è d'immediata evidenza che la natura del rating è equivalente a quella di una mera opinione, risultando il giudizio variabile dipendente dalle informazioni ricevute e della relativa intrinseca veridicità (le agenzie non sono tenute ad alcuna verifica sulla correttezza dell'informazione ricevuta né hanno i poteri per farlo), non potendo strutturalmente confondersi né con i giudizi espressi dalle società di revisione né, più in generale, con quelli relativi al controllo contabile. Insomma, non v'è il rilascio di garanzia alcuna sulla bontà del giudizio reso. La testimonianza più efficace è rappresentata dalla possibile esistenza di giudizi diversi sullo stesso emittente resi da plurime agenzie che abbiano adottato, in ipotesi a fronte delle stesse informazioni, differenti metodologie valutative*». Nello stesso senso parrebbe essere indirizzata C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., *passim*, la quale, tuttavia, in seguito nel testo, passa in rassegna le varie ipotesi di qualificabilità della natura della responsabilità civile delle agenzie di rating senza adoperare riferimento alla libertà di manifestazione del pensiero.

<sup>105</sup> In particolare, con riferimento a quest'ultimo aspetto, le agenzie sostengono di non poter avere contezza della veridicità delle informazioni ricevute dall'emittente poiché non avrebbero alcun potere ispettivo, a differenza degli organi di controllo interno (come il collegio sindacale) ovvero dei revisori esterni (come le società di certificazione dei bilanci). Cfr. A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 183.

A fronte di detto orientamento, altra parte più consistente della giurisprudenza<sup>106</sup> e della dottrina<sup>107</sup> nazionale ritengono che il *rating* non può essere parificato ad una opinione ovvero ad una manifestazione della libertà del pensiero e ciò in ragione di due rilevanti circostanze.

*In primis*, le agenzie di rating vengono remunerate dal soggetto interessato dalla valutazione, sicché il loro giudizio mancherebbe della indipendenza che, di contro, sarebbe individuabile nella “opinione” giornalistica.

*In secundis*, il rating, nel tempo, ha assunto un rilievo tale da essere richiamato quale parametro normativo nella regolamentazione di settore<sup>108</sup>, nonché da essere richiamato dal formante giurisprudenziale quale elemento necessario per verificare la diligenza, correttezza e buona fede, per alcuni anche *ex art.* 1375 c.c.<sup>109</sup>, dell’intermediario negoziatore del prodotto compravenduto<sup>110</sup>, ovvero quale elemento capace, addirittura, di esonerare (ovvero, limitare) da responsabilità

---

<sup>106</sup> Si veda, Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, Sez. I, G.U. Raschellà, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 1, II, 2013, pp. 1 ss.; Tribunale di Milano, 1 luglio 2011, n. 8790, G.U. Brat., consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>107</sup> Cfr., *ex multis*, A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., pp. 113 – 114; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 60, 68 – 69; M. DI RIENZO, *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale. Atti del Convegno di studi. Catania, 21 e 22 settembre 2007*, V. Di Cataldo, P. M. Sanfilippo (a cura di), pp. 273 ss.; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, Zanichelli, 2009, p. 238 – 239; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, pp. 414 ss.; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell’agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *La responsabilità civile*, n. 7, 2008, M. TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, cit., p. 390.

<sup>108</sup> Cfr. *supra* cap. 1.

<sup>109</sup> L’obbligo incumbente sull’intermediario di informazione dell’investitore circa l’eventuale modifica del *rating* in corso di rapporto contrattuale è stato riconosciuto da Tribunale di Prato, 04 novembre 2011, *Innocenti e altro c. Avv. Sambo c. Banca credito coop. Vignole c. Avv. Mari*, in *Foro italiano*, 1, 2012, col. 263; Tribunale di Roma, 25 maggio 2005, in *Contratti*, I, 2005, p. 795; Tribunale di Cosenza, 1 marzo 2006, in *Rivista del diritto commerciale*, 2006, II, p. 111. In senso contrario, si veda Tribunale di Rimini, 27 marzo 2013, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>110</sup> Le sentenze in cui viene dedotto, dall’omessa comunicazione del *rating*, un indice della mancanza di diligenza, correttezza e buona fede dell’intermediario oramai si sprecano. Si veda, *ex multis*, Cassazione Civile, sez. I, 19 ottobre 2012, n. 18039, *Gallotta c. Banca pop. Lodi*, in *Giustizia civile massimario*, 10, 2012, p. 1232; Corte appello di Trieste, 11 maggio 2012, *T. e altro c. Soc. Banca pop. Friuladria*, in *Foro padano*, n. 1, 2013, p. 50; Tribunale di Novara, 23 giugno 2011, in *Foro padano*, 2, 2012, p. 293; Tribunale di Foggia, sez. II, 21 luglio 2010, n. 1260, *Cangi e altro c. Avv. Putignano c. Intesa Sanpaolo c. Avv. Rocco di Torrepadula*, in *Foro italiano*, n. 7 – 8, 2011, col. 2204; Tribunale di Pontedera, 13 ottobre 2008, in *Il civilista*, n. 2, 2010, p. 105; Tribunale di Ancona, 20 febbraio 2008, in *Il civilista*, n. 2, 2012, p. 74; Tribunale di Milano, sez. VI, 12 dicembre 2007, n. 13668, in *Giustizia a Milano*, n. 1, 2008, p. 3. Il suddetto orientamento, d’altro canto, non sarebbe applicabile all’ipotesi di gestione dei portafogli. In tal senso, si veda Tribunale di Milano, 24 giugno 2010, in *Banca borsa titoli di credito*, 5, 2012, p. 634. Sulla circostanza che il *rating* sia un fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell’investitore, cfr. G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *La responsabilità civile*, 8 – 9, 2007, p. 679.

l'intermediario là dove lo stesso abbia provveduto a regolarmente informare l'investitore<sup>111</sup>.

In generale, poi, e quanto meno per quel che riguarda il nostro ordinamento, la possibilità di applicare lo statuto della libertà di manifestare il proprio pensiero all'agenzia di rating, non tiene conto che il rating costituisce, da un lato, un presupposto fondamentale affinché gli emittenti collochino proficuamente le obbligazioni presso investitori istituzionali<sup>112</sup> e che, dall'altro, tale elemento si inserisce in un settore, quello delle informazioni economiche, in cui i margini di errore dovrebbero tendere allo zero<sup>113</sup>, essendo in gioco interessi quali la stabilità del sistema economico-finanziario e la sicurezza degli investitori (risparmiatori)<sup>114</sup>.

A tal proposito, si osserva che il rating, lungi dal palesarsi quale una mera opinione giornalistica, è uno dei fattori, se non il più rilevante, che incide (e come tale, viene incorporato) nei prezzi dei prodotti finanziari<sup>115</sup> e ad essere posto in pericolo dal giudizio non è di per certo un diritto individuale, come quello della reputazione economica di un imprenditore, bensì valori *meta*-individuali nei cui confronti la *libertà* di manifestare il proprio *pensiero* è destinata evidentemente a

---

<sup>111</sup> Cfr. Tribunale di Verona, 15 novembre 2012; Tribunale di Como, II sez., 07 marzo 2012; Tribunale di Novara, 23 giugno 2011; Tribunale di Torino, 26 luglio 2010; Tribunale di Venezia, 5 novembre 2009, tutte disponibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>112</sup> Cfr. A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 185; A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., p. 113 i quali, all'uopo, discorrono di una *istituzionalizzazione* del valore informativo del rating. Sul punto, altresì, P. BOLTON, X. FREIXAS, J. SHAPIRO, *The Credit Ratings Game*, in *The Journal of Finance*, Vol. LXVII, N. 1, February 2012, *passim*; C. A. HILL, *Regulating the rating agencies*, cit., *passim*.

<sup>113</sup> Si veda V. ZENO-ZENCOVICH, *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2, 2006, p. 521, il quale afferma che nel settore dell'informazione finanziaria non è giustificabile il ricorso ai criteri della "verità", "verosimiglianza" e "verità putativa", poiché, in tale settore, i dati devono essere «veri, certi e certificati». Cfr., altresì, A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 185; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 70; N. B. CLERICI, L. A. BOTTAI e C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, Milano, Giuffrè, 2014, p. 2.

<sup>114</sup> In giurisprudenza discorrono di interesse pubblico alla *regolarità del mercato* ed alla *stabilità del sistema finanziario*, si veda Cassazione Civile, sez. I, 7 marzo 2001, n. 3272, *Soc. coop. C.I.I.C.A.I. c. Fall. soc. Gestival*, in *Giustizia civile*, 2001, I, p. 2109, in *Fallimento*, 2002, p. 377, in *Contratti*, 2002, p. 28; Cassazione Civile, sez. I, 15 marzo 2001, n. 3753, *Federaz. coop. Ravenna c. Fall. soc. Gestival*, in *Fallimento*, 2002, p. 376, in *Giurisprudenza italiana*, 2001, p. 2083, in *Foro italiano*, 2002, I, col. 858. Sul punto, A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, cit., p. 183; G. G. MOGLIA, R. RISTUCCIA, *Giornali, correttezza dell'informazione finanziaria e tutela del mercato*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 1991, p. 9.

<sup>115</sup> Cfr. V. ZENO-ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2005, p. 933; ID., *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, F. Galgano, G. Visintini (a cura di), in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2006, pp. 157 ss.



soccombere<sup>116</sup>.

Proprio le citate circostanze, escluderebbero, dunque, la assimilabilità del rating all'informazione giornalistica, per avvicinarla ad un servizio professionale in quanto proveniente da un operatore qualificato con una conoscenza "privilegiata" e meccanismi ben oliati per la l'interpretazione e la valutazione di detta conoscenza<sup>117</sup>.

Ovviamente, le predette considerazioni varrebbero a maggior ragione nell'ipotesi di *rating solicited* in cui la presunta opinione resa dall'agenzia, di fatto, forma oggetto di un contratto e, in quell'ambito, riveste la qualità di "prestazione" o, meglio, "obbligazione (contrattuale) di mezzi" con cui l'agenzia si impegna a fornire con diligenza professionale un servizio specifico consistente nell'emissione di una valutazione prognostica sul rischio di credito di un prodotto ovvero di un emittente. Né tampoco può ritenersi che, allorquando la medesima valutazione produca effetti su soggetti formalmente terzi rispetto al contratto, la stessa muti, per tal sol fatto, la propria natura giuridica.

### 5.1.2. *Rating ed informazione finanziaria.*

Il rating, per quanto detto, si ritiene sia innanzitutto prodotto di informazione e, in particolare, una sintesi, con linguaggio semplificato, delle informazioni, sia qualitative che quantitative, pubbliche e private, sul profilo di rischio cui si associa una determinata probabilità di *default*<sup>118</sup>. Il *rating* è, dunque, il prodotto di una informazione *derivata*<sup>119</sup>.

Dall'altro lato, il rating è informazione, seppur semplificata e sintetica, in sé, nei confronti degli utilizzatori, informando questi ultimi circa il rischio di *default*

---

<sup>116</sup> Si veda V. ZENO-ZENCOVICH, *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, cit., pp. 251 – 252, il quale richiama un'analisi forse rozza ma efficace, laddove riferisce che si possa «liberamente parlar male dei prodotti di una impresa, ma occorre stare attenti quando si illustra il suo bilancio o si valuta la sua quotazione di borsa giacché nel primo caso l'interesse contrapposto preminente è quello della singola impresa alla propria reputazione commerciale, nel secondo il regolare andamento dei mercati finanziari». Si veda, altresì, A. DI AMATO, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 290 – 292. In giurisprudenza, si veda Cassazione Civile, sez. I, 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giustizia civile*, I, 2001, p. 2109; Cassazione Civile, sez. I, 15 marzo 2001, n. 3753, in *Giurisprudenza italiana*, 2001, p. 2083.

<sup>117</sup> In tal senso, si veda C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss.

<sup>118</sup> Cfr. G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., pp. 85 – 86.

<sup>119</sup> Cfr. C. RABITTI BEDOGNI, *L'informazione derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di rating. Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, su <http://www.uniroma1.it>. Il rating, da questo punto di vista, si pone nei confronti dell'informazione finanziaria in maniera servente, avendone bisogno per venire ad esistenza.

del titolo ovvero dell'emittente ed incidendo direttamente sul valore da attribuirvi<sup>120</sup>.

Il doppio animo del rating ben si spiega nella natura stessa della informazione (in particolare, quella economica) ed alle moltitudini di attività che su di essa vengono realizzate. L'informazione, come autorevolmente sostenuto<sup>121</sup>, si produce, si scambia, si accumula e si rielabora per riscambiarla sotto altre sembianze e fattezze. E l'informazione, insieme ai concetti chiave di conoscenza ed apprendimento, è alla base della teoria della c.d. economia della conoscenza e degli approcci che ne sono susseguiti<sup>122</sup>.

Nella versione più evoluta, tale teoria interpreta la conoscenza come il prodotto della correlazione dei soggetti economici che si trasmettono le proprie competenze, ossia come il risultato dei processi di interazione nel sistema economico<sup>123</sup>. In questo contesto, il rating si pone come il prodotto finale derivante dalle molteplici correlazioni di informazioni pubbliche e private.

Ciò importa che il rating, quale contenitore di informazioni, da un lato, possa amplificarne la falsità ovvero sottostimarne la veridicità, mentre, dall'altro, possa

---

<sup>120</sup> L'importanza del *rating* sul punto emerge dalla oramai ben nota considerazione per cui «il valore di un elemento del mercato finanziario (una valuta, un titolo di credito o di debito e tutte le loro infinite variazioni) dipenda dall'informazione che su di esso dispone il mercato». Cfr. V. ZENO-ZENCOVICH, *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, cit., p. 248, il quale richiama, in nota, il 1° considerando della Direttiva n° 124/03 (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), secondo cui «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».

<sup>121</sup> Cfr. V. ZENO-ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit., p. 929.

<sup>122</sup> Cfr. R.A. MASHELKAR, *Economics of knowledge*, in *Current Science*, vol. 77, n. 2, 25 luglio 1999, pp. 223 ss., disponibile su [http://www.currentscience.ac.in/Downloads/article\\_id\\_077\\_02\\_0223\\_0229\\_0.pdf](http://www.currentscience.ac.in/Downloads/article_id_077_02_0223_0229_0.pdf), di cui è nota l'introduzione secondo cui «*tomorrow's societies will be knowledge societies. Tomorrow's markets will be knowledge markets. Tomorrow's wars will be fought not by conventional weapons, guns, missiles and so on, but they will be fought in the knowledge markets with the new thermonuclear weapons called information and knowledge*»; V. ZENO-ZENCOVICH, G.B. SANDICCHI, *L'economia della conoscenza ed i suoi riflessi giuridici*, in *Diritto dell'informazione*, 2002, pp. 971 ss. Si rimanda, in particolare, a questi ultimi lo studio e l'analisi di cosa intendersi per informazione, conoscenza ed apprendimento, nonché degli orientamenti che, sulla base della interpretazione di tali concetti e sulla loro correlazione, hanno caratterizzato, ed in parte caratterizzano, lo studio dell'economia della conoscenza.

<sup>123</sup> Cfr. V. ZENO-ZENCOVICH, G. B. SANDICCHI, *L'economia della conoscenza ed i suoi riflessi giuridici*, cit., pp. 980 – 981.

attenuare gli effetti di entrambe le qualità, attraverso una composizione di informazioni false e vere.

Quale informazione in sé, ossia quale valutazione espressa con un simbolo a seguito dell'analisi tecnica delle informazioni disponibili, il rating viene introdotto nel circuito informativo del mercato finanziario disciplinando la condotta degli investitori (sia istituzionali che *retail*) e tanto può avvenire nella misura in cui l'informazione circa la bontà di uno strumento finanziario ovvero di un emittente non sia di immediata ovvero di facile ricupero, ma sia filtrata dai vari soggetti interessati a celare i rapporti di forza (ovvero debolezza) economica sottostanti.

Proprio per questo i *raters* non sono tenuti semplicemente a fornire un'informazione qualunque, bensì a fornirla esatta e ciò sulla base dell'argomentazione per la quale, nell'informazione finanziaria, come detto, ci debba essere poco spazio per l'approssimazione: i dati forniti devono essere veri, certi ed anzi certificati con norme e regole della scienza contabile che ne regolano metodologia di raccolta, elaborazione e presentazione. Queste valutazioni debbono, da un lato, fondarsi su informazioni la cui veridicità deve essere verificata, dal soggetto interessato, con la diligenza professionale prevista dall'art. 1716, comma secondo, c.c. e, dall'altro, su una metodologia di sintesi delle medesime informazioni che sia trasparente, predeterminata, coerente ed affidabile.

Da questo punto di vista, vi è chi<sup>124</sup> ritiene necessario coordinare la disciplina legale dell'informazione nella prestazione di servizi finanziari, in quanto espressiva di principi e valori quali quelli della stabilità e dell'integrità dei mercati finanziari, della sicurezza degli investimenti e della tutela del risparmio, della tutela della concorrenza, con un'attività di comunicazione delle informazioni finanziarie da parte di tutti coloro che sono soggetti a regolazione, che sia non solo coerente con le finalità regolative, ma ad esse funzionale.

In quest'ottica, viene in rilievo il c.d. “*triangolo delle relazioni*” della regolazione economica tra libertà d'impresa, interesse all'integrità personale e patrimoniale dei terzi e preminenti interessi pubblici<sup>125</sup>, per l'effetto del quale l'attività di comunicazione di informazioni economiche (*i.e.* comunicazione di informazioni finanziarie) si rivela essere un tutt'uno con la prestazione di servizi

---

<sup>124</sup> Si veda V. ZENO-ZENCOVICH, *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, cit., pp. 249 – 250; ID., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit., p. 932.

<sup>125</sup> Cfr. V. ZENO-ZENCOVICH, *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, cit., p. 250.

finanziari e la cui regolazione deve essere, conseguentemente, coerente.

L'idea del rating come informazione finanziaria evidentemente riconduce siffatto strumento a quella che sarebbe la propria funzione tradizionale, ossia quella di colmare il divario esistente tra il grado informativo degli addetti ai lavori (intermediari finanziari e società, a vario titolo, deputate al controllo, esterno ed interno, dell'attività di impresa finanziaria) e quello dei terzi investitori (ovvero, creditori in genere là dove si voglia adoperare riferimento unicamente all'informazione economica).

## **5.2. La funzione regolatoria e di certificazione.**

L'assorbimento del rating nella disciplina regolamentare, nel tempo, ha modificato nella sostanza la sua funzione.

Quella che in origine poteva essere considerata una opinione ovvero, nella sua accezione più impegnativa, un'informazione finanziaria qualificata, è divenuta una vera e propria attestazione ovvero certificazione di qualità del prodotto finanziario (ovvero dell'emittente), tanto che ha permesso a parte della dottrina di discorrere di natura disciplinare del rating, piuttosto che di natura para-legislativa delle agenzie<sup>126</sup>.

La presenza del rating nella regolamentazione è una caratteristica comune a molte legislazioni.

In Europa, le regole fissate nell'accordo di Basilea II del giugno 2004<sup>127</sup>, e recepite dalla direttiva 2006/48/CE (c.d. *Capital Requirement Directive, CRD*), impongono specifici vincoli di capitale nella costruzione del metodo *IRB advanced* ed anche il recente schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari prevede la rilevanza del rating seppur concorrente

---

<sup>126</sup> Cfr. A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., pp. 116 – 117, i quali valorizzano la presunta creazione di canoni procedurali che ricollegano la configurabilità in capo all'operatore finanziario di un «particolare trattamento giuridico» all'«ottenimento di un determinato livello di rating» alla conseguente assunta abdicazione regolamentare da parte del legislatore cui avrebbe fatto riscontro una «acritica accettazione» del valore informativo intrinseco al rating, nonché della sua significatività nell'ambito dei sistemi finanziari. Cfr., sul punto, altresì, L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, cit., p. 475, i quali evidenziano la domanda artificiale di rating creatasi a seguito della rilevanza regolatoria assunta da dette valutazioni; Cfr. A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2, 2010, p. 291 ss.; B. SZEGO e G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, cit., p. 336.

<sup>127</sup> Cfr. F. R. FANTETTI, *Basilea 3 e la stabilità del sistema bancario finanziario internazionale*, in *La responsabilità civile*, 4, 2011, pp. 295 ss.; I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, cit., pp. 19 – 20.

con altri elementi<sup>128</sup>.

Nondimeno, riferimenti al rating vengono realizzati negli artt. 50.1 della direttiva 2009/56/CE e 6 della direttiva 2007/16/CE sugli *eligible assets* inseribili nei portafogli dei fondi armonizzati ovvero nelle *guidelines* del CESR del maggio 2010 in tema fondi monetari.

Di recente e nonostante l'espresso divieto previsto dalla nuova normativa col regolamento (UE) n. 462/2013 in materia di esclusivo riferimento ai rating esterni, il regolamento (UE) n. 1407/2013 relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del TFUE agli aiuti «*de minimis*», al suo art. 4, comma terzo, ha previsto le ipotesi nelle quali gli aiuti concessi sotto forma di prestiti possano essere considerati aiuti «*de minimis*» trasparenti, tra le quali vi è quella in cui il beneficiario (ove grande impresa) si trovi in una situazione comparabile ad un rating del credito pari almeno a B(-).

In ambito nazionale, riferimenti al rating sono contenuti nella L. n. 130/1999, in tema di offerta di titoli cartolarizzati ad investitori non professionali<sup>129</sup>, e nel relativo regolamento attuativo Consob n. 12175/1999, il quale individua i requisiti necessari degli operatori chiamati ad effettuare la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione di che si discute<sup>130</sup>.

L'art. 100 *bis*, d. lgs. n. 58/1998 (c.d. TUF), in materia di circolazione dei prodotti finanziari, adopera riferimento al rating quale parametro per escludere

---

<sup>128</sup> Cfr. F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 126.

<sup>129</sup> In particolare, l'art. 2, comma quarto, della L. 130/1999, dispone che «*nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi*» ed il successivo comma quinto prevede che «*la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, stabilisce i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria*». Sul punto, cfr. P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Rivista di diritto civile*, 2, 2001, p. 269.

<sup>130</sup> Il predetto regolamento dispone che «*gli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla legge n. 130/1999 devono essere costituiti in forma societaria ed essere organizzati in modo che: a) alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a tre anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti; b) sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle informazioni e dei dati acquisiti; c) siano predisposti supporti tecnici e dotazioni di personale adeguati in relazione alle procedure utilizzate ed agli incarichi che si stima di svolgere in ciascun anno. I requisiti previsti dal comma 1 si considerano posseduti dagli operatori attivi nei mercati dell'Unione europea da almeno tre anni nell'attività di valutazione del merito di credito alla data di entrata in vigore del presente regolamento*».

l'applicabilità della disciplina dell'«offerta al pubblico» alla rivendita sistematica di titoli di Stato a soggetti diversi dagli investitori qualificati. Trattasi, in particolare, di titoli emessi da Paesi dell'area OCSE, cui è stato attribuito un rating di natura *investment grade* da «almeno due agenzie di rating del credito, registrate ai sensi del regolamento (CE) n. 1060/2009 o i cui rating sono avallati da agenzie di rating registrate ai sensi del regolamento anzidetto».

Nondimeno, anche di recente, diversi regolamenti governativi hanno disposto l'affidamento al rating in specifiche materie anche e nonostante il tendenziale abbandono di tale strumento disposto a seguito dell'entrata in vigore del regolamento (UE) n. 462/2013.

Ed in particolare, il recente decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 19 dicembre 2013, n. 72612, in materia di “*contenimento del rischio di credito nelle operazioni di ristrutturazione del debito pubblico*”, al suo art. 4 prevede che «*al fine di ridurre i rischi connessi ad eventuali inadempimenti delle controparti di operazioni di ristrutturazione effettuate attraverso l'utilizzo di strumenti derivati, tali operazioni saranno concluse solo con istituzioni finanziarie di elevata affidabilità*» e «*nel valutare il merito del credito delle predette istituzioni, si terrà conto della valutazione espressa dalle principali agenzie di rating tra quelle che effettuano una valutazione del merito di credito ai sensi del regolamento (CE) n. 1060/2009 del 16 settembre 2009 e successive modifiche*».

Proprio il continuo affidamento realizzato dalla normativa, nei vari livelli di competenza e specificità, ha permesso di discorrere di efficacia regolamentare e/o di certificazione del rating tale da ingenerare conseguente legittimo affidamento da parte dei terzi che dovessero prendere le valutazioni di tali agenzie quale parametro per effettuare, o meno, un determinato investimento.

#### *5.2.1. Rating ed attestazione-certificazione.*

L'introduzione di una disciplina che, per vari motivi, rimandasse al rating al fine di regolare un certo settore, ha permesso di sollevare il dubbio che il rating non fosse semplicemente una informazione finanziaria, ma importasse un *quid pluris* che ne modifica la stessa natura.

In verità i motivi di una diversa qualificazione del rating, lontana dall'idea di mera “opinione” già analizzata, discendono non soltanto dalla valenza regolamentare che, in un certo momento storico, alcuni legislatori hanno deciso

attribuire a tale strumento, ma, altresì e soprattutto, dalla incidenza crescente che il rating ha avuto sul prezzo delle emissioni dei prodotti finanziari<sup>131</sup>, anche in ragione della *reputazione* che nel tempo le agenzie hanno accumulato, che ha ingenerato, evidentemente, un interesse ad ottenere un rating che fosse strumento ulteriore per ridurre i costi di un finanziamento dell'attività imprenditoriale dell'emittente.

Nondimeno, il rating è servito, da un lato, per distinguere gli emittenti ovvero i titoli emessi sulla base del grado di rischio che incorporavano e, dall'altro, quale parametro di riferimento utilizzato nei contratti fra privati, principalmente di finanziamento, per condizionarne la validità e l'efficacia (i.e. *rating trigger*).

Stante le predette caratteristiche, il rating è stato accostato alle attestazioni ovvero alle certificazioni che, in vario modo, hanno influenzato la normativa di tutela del risparmio negli anni e che, soprattutto di recente, hanno influenzato in maniera rilevante la normativa in tema di mercato finanziario.

Per prima la dottrina statunitense, in particolare, ha discusso di “licenza regolatoria” o “certificatoria” al fine di valorizzare il carattere di “attestazione-certificazione” del rating del credito.

In particolare, secondo Partnoy, uno dei primi studiosi del fenomeno oltre l'Atlantico, l'incorporazione del rating nella legislazione avrebbe importato che le agenzie di rating non si limitavano più a vendere delle informazioni rilevanti, bensì erano venditori di veri e propri *diritti di proprietà* di valore associati alla valenza regolamentare attribuita al rating dal legislatore<sup>132</sup>.

La predetta impostazione è stata ripresa ed approfondita dalla dottrina statunitense che ne ha stratificato e cementato il risultato teorico, fino a giungere a conclusioni da alcuni ritenute estreme<sup>133</sup>. Si è, sul punto, evidenziato come il valore “informativo” del rating abbia ceduto il passo, col tempo, a quello “certificatorio” (i.e. licenza certificatoria), evidenziandosi, altresì, che la capacità di assumere tale valenza non era limitata alla, pure importante, incorporazione del rating nella regolamentazione ma derivava anche dalla c.d. *reputational capital view*, ossia dall'idea che l'accumulo di capitale reputazionale permettesse a tali agenzie di avere una tale incidenza sulla efficacia di una determinata emissione di titoli ovvero

---

<sup>131</sup> Cfr. A. BENEDETTI, *Certezza pubblica e “certezze” private*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 74

<sup>132</sup> Cfr. F. PARTNOY, *The Siskel and Erbert of financial markets?: two thumbs down for the credit rating agencies*, cit., p. 682; ID., *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit., pp. 4 – 6; G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 110.

<sup>133</sup> Cfr. C. A. HILL, *Regulating the rating agency*, cit., p. 65.

sulla sopravvivenza economica di un emittente da essere irrilevante, di fatto, il contenuto informativo che tale strumento portasse con sé.

In merito, vi è chi<sup>134</sup>, approfondendo l'analisi della *reputational capital view* e della *regulatory license*, anche ad esito dei noti scandali finanziari e dell'incidenza (di per certo, non particolarmente lodevole) delle agenzie di rating durante gli stessi, ha intravisto un paradosso là dove, a fronte di una oramai pacifica riduzione della qualità del contenuto informativo del rating, le agenzie vedevano comunque accrescere il valore del proprio capitale reputazionale.

Tale presunto paradosso sarebbe spiegato, secondo la medesima dottrina che ha affrontato la tematica<sup>135</sup>, dalla dipendenza della regolazione dal rating del credito nonché dalla capacità del capitale reputazionale accumulato nel tempo dalle agenzie da fungere quale insormontabile barriera all'entrata nel mercato del rating.

In altri termini, le agenzie di rating, a seguito dell'accumulo del capitale reputazionale dovuto all'affidamento del regolatore nei loro giudizi, hanno iniziato a vendere non tanto informazioni *vere, certe* ed anzi *certificate*, bensì licenze regolatorie<sup>136</sup> limitandosi ad attestare una situazione di fatto già avvenuta, ossia la perdita (o l'accumulo) di affidabilità di un determinato titolo ovvero di un determinato emittente, e non già a prognosticare gli effetti di un rischio attuale.

In tal senso, le *credit rating agencies* sarebbero passate dallo svolgere un'attività prognostico-predittiva ad esercitare un impulso reattivo, limitandosi a prendere atto dello stato (già accertato dal mercato) di decozione degli emittenti ovvero di insolvenza dei titoli, assumendo cioè una condotta meramente reattiva<sup>137</sup>.

Secondo altra dottrina<sup>138</sup>, tuttavia, detti elementi sarebbero sopravvalutati,

---

<sup>134</sup> Cfr. F. PARTNOY, *The paradox of Credit Rating*, in University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper No. 20, 2001, consultabile su <http://papers.ssrn.com/abstract=285162>, pp. 1 ss., il quale individua il paradosso nella «*continuing prosperity of credit rating agencies in the face of declining informational value of ratings*»; ID. *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit. pp. 5 – 6.

<sup>135</sup> Secondo F. Partnoy «simply, credit ratings are important because regulations say they are» (cfr. F. PARTNOY, *The paradox of Credit Rating*, cit., pp. 2 - 3).

<sup>136</sup> Cfr. A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit Rating Agency and Regulatory Reform*, cit., p. 3.

<sup>137</sup> F. Partnoy, sul punto, evidenzia come il fenomeno del rating sia l'esempio maggiormente lampante di quanto possa esser fallimentare affidare una funzione regolamentare ai privati. Tali esiti argomentativi vengono raggiunti sulla base di alcune assunzioni logico-deduttive che Partnoy illustra nei propri scritti attraverso l'analisi di alcuni casi di crisi che hanno segnato la storia economico-finanziaria statunitense come il caso *Enron*.

<sup>138</sup> Cfr. C. A. HILL, *Regulating the rating agencies*, cit., pp. 65 ss.; G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., pp. 111 – 112; F. DITTRICH, *The credit rating industry: competition and regulation*, cit., pp. 72 – 73.



poiché, seppur può risultare vero che l'affidamento del regolatore al rating ha accresciuto il valore del rating stesso, evidentemente il valore di tale strumento sarebbe composto anche da altro.

In particolare, gli indici della rilevanza informativa del rating consterebbero nella pratica del doppio rating e nella circostanza che, solitamente, gli emittenti siano inclini a richiedere la valutazione, a prescindere dalla commissione da pagarsi, ai *raters* più costosi (solitamente Moody's e S&P), nonché nella ulteriore circostanza che il rating venga richiesto anche quando l'emittente si aspetti una valutazione inferiore all'*investment grade*.

Ulteriore orientamento dottrinario<sup>139</sup>, poi, riconosce nell'esistenza di un certo grado di soggettività nella valutazione sul merito creditizio un motivo idoneo ad escludere la valenza di attestazione-certificazione del rating.

Dette posizioni, tuttavia, non sono condivisibili.

Da un lato, la *reputational capital view* si basa sull'analisi di un dato fattuale-normativo, quello dell'esistenza, nella regolamentazione e nella prassi (anche e soprattutto giurisprudenziale), di un affidamento al rating, senza curarsi della circostanza che gli agenti sul mercato si comportino in maniera coerente con tale dato. Anche tra gli emittenti, infatti, può esistere una irrazionalità di fondo.

Nondimeno, la *reputational capital view* appare maggiormente appropriata là dove si consideri che la prassi, ad esempio, di rivolgersi a due agenzie di rating del credito spesso sia sollecitata da previsioni normative che impongono una doppia valutazione al fine di poter accedere a determinati mercati di investimento.

Non appare risolutivo neppure l'argomento secondo cui gli emittenti siano insensibili alle commissioni da pagarsi allorquando debbano richiedere il rating.

Detta critica, infatti, riduce la lettura della citata dottrina unicamente all'elemento della *regulatory over-reliance* del rating senza considerare l'incidenza che la valutazione delle agenzie ha sul comportamento degli investitori e dei privati in genere, atteso che questi utilizzino il rating anche all'interno dei contratti al fine di prevedere clausole di risoluzione espressa nel caso di diminuzione del merito creditizio del debitore al di sotto di una determinata soglia (i.e. *behavioural over-reliance*<sup>140</sup>).

---

<sup>139</sup> Si veda, sul punto, A. BENEDETTI, *Certezza pubblica e "certezze" private*, cit., p. 48, con riferimento alla revisione contabile, la quale, tuttavia, ritiene che il carattere soggettivo della valutazione si accentui nell'attività di valutazione del merito creditizio.

<sup>140</sup> Cfr. A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit Rating Agencies under the Dodd-Frank Act*, in *Banking & Financial Services Policy Report*, Vol. 30, N. 12, December 2011, p. 1; A. DARBELLAY,

Neppure la presunta soggettività che sarebbe insita nel rating è argomento convincente.

La soggettività insita in alcune valutazioni di certi elementi incidenti sul rating (si pensi alla valutazione del c.d. “*rischio Paese*”), è, in verità, l’esercizio di una discrezionalità tecnico-professionale che è presente in qualsivoglia prestazione d’opera e che, di per certo, non scalfisce l’eventuale efficacia certificatoria derivante dal riconoscimento che la legislazione e la prassi forniscono allo strumento in questione.

L’attività di rating, infatti, presenta tutte le caratteristiche tipiche di una certificazione privata a rilevanza pubblica poiché trattasi di negozio privato a cui la normativa ricollega determinati affidamenti pubblici<sup>141</sup> a condizione che l’agenzia sia riconosciuta da parte dell’autorità la quale, di poi, ha funzioni di controllo e vigilanza sulle stesse<sup>142</sup>.

Anche da un punto di vista strutturale, le attività di attestazione-certificazione e rating risultano essere consimili avendo in comune l’obbligatorietà, in taluni casi, del giudizio, poiché previsto espressamente della legge per accedere in determinati mercati, e l’essenza del processo logico-intellettuale su cui si basano le due attività che si conclude con la prognosi valutativa dell’affidabilità di un programma sulla base di principi di natura contabile ed economico-aziendale<sup>143</sup>.

In verità, un affievolimento di tale caratteristica (indotta) del rating potrebbe, col tempo, raggiungersi in ragione dell’entrata in vigore del regolamento (UE) n. 462/2013 il quale, come s’è detto, ha imposto un generale principio di riduzione dell’affidamento al rating nella legislazione degli Stati membri, nonché della stessa Unione, sempre che la Commissione individui, nei tempi previsti dallo stesso regolamento, uno strumento che possa sostituirsi allo stesso<sup>144</sup>.

---

F. PARTNOY, *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform*, cit., p. 1. La circostanza è ammessa, anche se per criticare la visione secondo cui i rating non sarebbero accurati in ragione della sussistenza di un implicito e strutturale conflitto di interessi riguardante le modalità di remunerazione delle agenzie di rating, da C. A. HILL, *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?*, cit., p. 19 ss.

<sup>141</sup> Cfr. A. FIORITTO, *Certezza pubblica*, in *Dizionario di diritto pubblico*, a cura di S. Cassese, Giuffrè, Milano, 2006, pp. 850 ss.; F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, cit., p. 327.

<sup>142</sup> Per l’individuazione di tali caratteristiche quali sintomatiche del fenomeno della certificazione privata a rilevanza pubblica, si veda O. POLLICINO, *Certificazioni e norme tecniche*, in *Diritto pubblico dell’economia*, G. F. Ferrari (a cura di), Egea, 2013, pp. 616 – 617.

<sup>143</sup> Cfr. N. B. CLERICI, L. A. BOTTAI e C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, cit., pp. 84 – 85.

<sup>144</sup> Si veda, tuttavia, quanto ammesso nel considerando 32 dello stesso regolamento (UE) n. 462/2013, in cui il legislatore europeo rileva come *i rating del credito (...) abbiano un impatto*

## **6. La problematica qualificazione della responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti dei terzi. Il modello della responsabilità da informazioni inesatte.**

L'evoluzione normativa sopra analizzata e la valenza sempre più certificatoria assunta dal rating, se, da un lato, rende oramai pacifica la possibilità di ritenere le agenzie responsabili per i danni che dovessero cagionare ai terzi, oltre che, ovviamente, nei confronti dell'emittente che ha commissionato detto servizio, dall'altro, rende ancora evanescente la natura da attribuirsi a detta forma di responsabilità civile.

Gran parte della dottrina in materia <sup>145</sup> ha ricondotto il modello di responsabilità da applicarsi alle agenzie di rating per i danni cagionati ai terzi investitori dalle errate valutazioni rese a quello delle informazioni inesatte al mercato ed, in particolare, al modello di informazioni inesatte rese da un soggetto particolarmente qualificato ad altro soggetto posto in condizione di asimmetria informativa (e, spesso, di posizione) il quale, avendo riposto legittimamente

---

*significativo sulle decisioni di investimento e sull'immagine e l'attrattiva finanziaria degli emittenti a prescindere dalla circostanza che gli stessi siano utilizzati a fini regolamentari o meno. In tal modo, lo stesso legislatore europeo ammette che l'incidenza del rating sui comportamenti degli investitori ovvero degli emittenti prescinda dal c.d. affidamento regolatorio ma dipenda dal capitale reputazionale dalle stesse accumulato nel tempo. Nondimeno, deve registrarsi un certo scetticismo, tra gli operatori del diritto, nella possibilità che possa abilmente individuarsi un criterio di comparazione diverso dal rating. Si veda, in tal senso, I. LAMPONI, *L'(incerta) esistenza di obblighi di informazione continuativa in capo all'intermediario: l'oscillazione dei valori dei titoli e della giurisprudenza di merito*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012, p. 2039, secondo il quale «se è vero che il rating rappresenta soltanto uno degli strumenti a disposizione per la stima del rischio connesso ai titoli negoziati sui mercati finanziari, è altrettanto vero che esso rimane pur sempre quello più affidabile e di facile comprensione». In giurisprudenza, si veda, Tribunale di Novara, 23 giugno 2011, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), in ordine alla possibilità di utilizzare i *credit default swaps* (CDS) quali indicatori di rischio da utilizzarsi al posto delle valutazioni delle agenzie di rating. In tal modo, i giudici di merito argomentano: «è da ritenere che l'argomento dei CDS si infranga in limine a un duplice ordine di considerazioni: in primo luogo la considerazione del carattere "euristico", se non sperimentale in senso proprio, dell'adozione di tale criterio quale indice di rischio: criterio che la CTU attesta attinto da eccessivi margini di incertezza rispetto all'unanimente diffuso criterio che ricollega l'indice di rischio alla valutazione del rating attribuito dalle principali agenzie internazionali». Si vedano, altresì, F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, cit., pp. 331 – 334; A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform*, cit., p. 19; S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, cit., pp. 1955 ss.*

<sup>145</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 71; F. GRECO, *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 5, 2013, pp. 1461 ss.; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss.; G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 164 ss.; ID., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 327 ss.; G. PONZARELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, cit., p. 447.

affidamento sulla correttezza ed esattezza della valutazione realizzata dal professionista si sia determinato nel compiere (ovvero, nell'astenersi dal compiere) un'operazione negoziale che altrimenti non avrebbe concluso e che è stata fonte di pregiudizio patrimoniale (e non).

Detto approccio, anche se consolidato, parte dal presupposto che il rating sia solo e soltanto informazione, seppur nelle diverse declinazioni che ne conseguono (informazione pura e semplice, informazione derivata, informazione trasformata in valutazione, informazione professionale, etc.).

Partendo da detto presupposto, e semplificando i termini del dibattito, ci si interroga se, *in subiecta materia*, sussista un obbligo di informazione (anche qui, nelle sue diverse declinazioni che nel tempo sono andate stratificandosi e di cui si darà contezza nel seguito della trattazione) ovvero se il danno che dovesse ingenerarsi debba sussumersi nell'alveo del principio del *neminem ledere*.

Ritenendosi che il *rating*, tuttavia ed allo stato, possa anche esser considerato, con la sussistenza di determinate circostanze “normative” e secondo un approccio più sensibile agli aspetti *behavioural*, quale forma di certificazione di un determinato stato di fatto complesso (*rectius*, la qualità del prodotto ovvero la solvibilità futura dell'emittente), potrebbe ritenersi opportuno applicare modelli di responsabilità anche diversi da quello aquiliano.

Da questo punto di vista, il campo di analisi della responsabilità civile delle agenzie di rating è stato spesso fatto coincidere con quello (già calcato) della responsabilità civile per informazioni inesatte al mercato<sup>146</sup>, con ciò ovviamente privilegiandosi una nozione di rating consimile a quella di informazione finanziaria a discapito di quella più vicina al modello della “certificazione”.

Occorre da subito chiarire che lo studio e l'analisi degli obblighi di informazione, la cui violazione ovvero il cui non corretto adempimento conducono a provocazione di un danno, vadano strutturati in maniera relazionale, tenendo conto, cioè, del rapporto giuridico concreto che assume rilievo di volta in volta.

Suggerisce detto approccio già la stessa nozione di *adeguatezza* contenuta nell'art. 21, primo comma, lett. b), TUF, la cui valutazione è rimessa, *prima facie*, all'intermediario e, di poi, all'interprete, e che permette, da un lato, di circoscrivere

---

<sup>146</sup> Ovviamente, allorché si discorre di informazione finanziaria ci si riferisce alla nozione di informazione quale servizio e non già all'ipotesi dell'informazione quale prodotto ovvero quale consiglio amichevole.

l'informazione richiesta a quella prevista a livello regolamentare<sup>147</sup> e, dall'altro, di evitare che il cliente venga travolto da un «*flusso magmatico e incontrollato di dati di ogni sorta, con conseguenti, inevitabili, effetti distorsivi*»<sup>148</sup>.

Nondimeno, un approccio che tenga conto della fonte dell'obbligo di informazione si impone alla luce della tendenza del legislatore a porre detti obblighi non soltanto in funzione di tutela dell'investitore, ma anche e soprattutto dell'intero mercato finanziario, volendosi, in tal modo, conferire agli obblighi di *disclosure* e trasparenza una valenza che trascende e traborda il semplice rapporto negoziale, ove d'altro canto effettivamente esistente, per incidere su beni giuridici *meta-civilistici* che, in altri tempi, avrebbero trovato tutela attraverso l'utilizzo di "strumenti giuridici" diversi dalla responsabilità civile.

Ed in effetti, sempre avendosi riguardo all'art. 21 TUF, si noterà che il legislatore delegato non si è limitato a stabilire che le imprese di investimento debbono operare di guisa che i clienti «*siano sempre adeguatamente informati*», bensì prescrive anche che debbano «*utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti*», in tal modo ampliando il fascio di obblighi nei confronti di soggetti non esattamente individuabili e determinabili *ex ante* rispetto alla violazione di detti obblighi ed alla eventuale causazione del danno.

Sul piano della normazione secondaria, il regolamento Consob n. 16190/2007 (c.d. regolamento intermediari), all'art. 27, comma primo, prevede, quale regola generale, che «*tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiari e non fuorvianti e che le comunicazioni pubblicitarie e promozionali devono essere chiaramente identificabili come tali*». Ciò che rileva è che detti obblighi si rivolgono non solo e semplicemente alla clientela esistente, bensì anche e soprattutto a quella *potenziale* con ciò volendosi ampliare la portata ed il contenuto degli stessi ad una platea di beneficiari coincidenti, di fatto, con il mercato.

Il fenomeno di esponenziale ipertrofica crescita degli obblighi informativi ha

---

<sup>147</sup> Detta tendenza cagiona il noto problema della standardizzazione delle condizioni contrattuali che, in prospettiva, riduce l'efficienza e la creazione di modelli capaci di innovarsi.

<sup>148</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari. L'esperienza francese, inglese e italiana*, Giuffrè, Milano, 1993, p. 321; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 46; F. ROMEO, *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla procedimentalizzazione dell'informazione*, in *La Responsabilità Civile*, 3, 2012, p. 173; A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Rivista di diritto privato*, 2004, p. 560.

interessato tutto il settore del mercato finanziario ed in tutte le fasi dello stesso (dalla sollecitazione all'investimento alla consulenza finanziaria e fin già dalle trattative, nonché negli stessi rapporti tra gli intermediari), sollecitando dottrina e giurisprudenza nell'analisi di fattispecie di responsabilità la cui collocazione rischiava inevitabilmente di criticizzare gli schemi tradizionali della responsabilità civile.

Partendo dalle origini, il problema delle informazioni inesatte si è posto nel caso dell'intermediario bancario per bene-fondi informativo erroneo<sup>149</sup>.

In questo caso, l'orientamento giurisprudenziale prevalente è stato nel senso di riconoscere la responsabilità extracontrattuale nei rapporti tra banca trattaria e quella negoziatrice là dove la prima fornisse informazioni inesatte alla seconda circa la sussistenza di fondi su un conto corrente di un proprio cliente al fine di effettuare il pagamento tipicamente di un assegno<sup>150</sup>.

Nel caso del bene-fondi richiesto dal correntista cliente in ordine all'intervenuto pagamento realizzato con assegno, la giurisprudenza ha, di contro, riconosciuto la responsabilità *contrattuale* dell'istituto di credito che avesse fornito una informazione inesatta mutuando la normativa in tema di mandato e rilevando come, la responsabilità di un istituto di credito doveva essere «*valutata in maniera rigorosa, in quanto connessa all'espletamento dell'attività bancaria in senso tipico, come "raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito" riservata a determinati enti, sottoposti ad una particolare sistema di autorizzazioni, vigilanza, controllo e "trasparenza", con riferimento alla specifica "natura" (ex art. 1176, secondo comma, c.p.c.) di tali compiti e di ogni ulteriore comportamento in essi*

---

<sup>149</sup> Il bene-fondi è una prassi (spesso inter)bancaria consistente nel «*richiedere e dare, a mezzo del telefono o di altri strumenti di comunicazione, conferma dell'esistenza di una sufficiente provvista in relazione al pagamento di un assegno di conto corrente*». Sul punto, si veda Cassazione Civile, sez. I, 27 novembre 2003, n. 18118, *Froni c. Banca pop. Crotona e altro*, in *Giustizia Civile*, I, 2004, p. 2621; Cassazione Civile, sez. I, 6 giugno 2003, n. 9103, *Banco Brescia c. Banca Salento*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2, 2004, p. 756. In verità, il bene-fondi normalmente viene richiesto dalla banca negoziatrice a quella trattaria dell'assegno; pur tuttavia, detta richiesta può essere avanzata anche da qualsiasi altro terzo portatore del titolo di credito. Si veda, per la giurisprudenza che si è occupata del tema, R. FRAU, *Brevi note in tema di benefondi e di informazioni bancarie*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2004, p. 757, nota 1; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 205, nota 16.

<sup>150</sup> Cfr. Cassazione Civile, sez. I, 9 giugno 1998, n. 5059, *Froldi c. Antonioli*, in *Giustizia civile*, I, 1998, p. 792; in *Foro italiano*, 1999, I, 680; Cassazione Civile, sez. II, 7 febbraio 1979, n. 820, *Banca pop. Teramo e altro c. Cassa risparmio prov. Chieti*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, II, 1980, p. 1042; Cassazione Civile, 13 luglio 1967, n. 1742, in *Giust. civ.*, I, 1967, p. 1582; Cassazione Civile, 30 ottobre 1963, n. 2909, in *Giustizia civile*, I, 1963, p. 2511, in tema di benessere telefonico per il pagamento di assegno bancario. In dottrina, si veda V. ZENO-ZENCOVICH, *Considerazioni sul danno da protesto illegittimo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 4, 1991, pp. 499 – 500.

*rientrante nell'ambito del rapporto ente bancario-cliente»<sup>151</sup>.*

In verità, soltanto a prima vista le due situazioni potrebbero apparire differenti e come tali giustificare una diversa qualificazione del titolo di responsabilità in forza del quale esser chiamati a rispondere.

Ed in effetti, sia nel primo che nel secondo caso, l'obbligo gravante in capo alla banca negoziatrice è il medesimo, ossia quello di fornire una informazione esatta e ciò come precipitato dei generalissimi principi di correttezza e buona fede, prescindendosi, in verità, dalla esistenza di un obbligo contrattuale *strictu sensu* inteso (*i.e.* obbligo di prestazione), atteso che in alcun contratto di conto corrente si rinverrebbe un'obbligazione avente detti contenuti, né tampoco si potrebbe sostenere che detta obbligazione possa considerarsi strettamente connessa con quella tipica di detto tipo contrattuale.

Inoltre, sia in un caso che nell'altro, il rimprovero mosso alla banca negoziatrice è il medesimo, sicché la correlata responsabilità dovrebbe, a rigor di logica prima ancora che di diritto, esser vagliata allo stesso modo.

Il tema della natura della responsabilità civile da informazioni economiche inesatte si è posto, altresì, con riferimento alla lettera di *patronage* c.d. debole<sup>152</sup>

---

<sup>151</sup> Cfr. Cassazione Civile, sez. I, 5 luglio 2000, n. 8983, *Banca popolare commercio ed industria cooperativa a r.l. c. Turazzi*, in *Giustizia civile*, I, 2000, p. 2555.

<sup>152</sup> In generale, la lettera di *patronage* ovvero di gradimento, nella sua versione c.d. "forte", costituisce uno strumento di garanzia impropria di un credito e, di fatto, si concreta in una dichiarazione resa dalla società *patronnant* con cui si assicura al creditore (generalmente, un istituto di credito) la titolarità di azioni della società creditrice, nonché di avere un concreto interesse al mantenimento delle linee di credito alla stessa concesse seguita dall'impegno di non alienare le azioni di proprietà prima del rimborso dei crediti della società debitrice verso la banca in questione. Come di evidenza, il *patronage* non si sostanzia in una vera e propria garanzia, sì come intesa nell'istituto della fideiussione, ma vorrebbe avere l'effetto di incidere sul convincimento del creditore in ordine alla regolarità dell'adempimento del proprio debitore principale, senza che esista una vera e propria garanzia. Tale natura non esclude, tuttavia, che le dichiarazioni di *patronage* abbiano un valore giuridico, atteso che esse sono spesso collegate con operazioni di notevole rilievo economico, sicché non sarebbe ragionevole ritenere che, con il loro rilascio, le parti abbiano inteso dar vita ad impegni considerevoli solo da un punto di vista sociale. In tal senso, si veda Cassazione Civile, sez. I, 27 settembre 1995, n. 10235, in *Società*, 1996, p. 288; Tribunale di Milano, 30 maggio 1983, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1984, p. 333; Tribunale di Milano, 22 giugno 1995, in *Banca borsa e titoli di credito*, II, 1997, p. 396; Corte di Appello di Roma, 15 giugno 1998, in *I Contratti*, 1999, p. 234.

Allorquando, di contro, dette dichiarazioni abbiano un valore meramente informativo circa l'esistenza della posizione di influenza e le condizioni patrimoniali di una società, si discorre di *patronage* debole, e detta dichiarazione non ha alcuna efficacia negoziale vincolante. Pur tuttavia, anche le *lettere de patronage* debole possono esser fonte di responsabilità atteso che siano informazioni a contenuto economico riferite a soggetti terzi rispetto al rapporto di credito-debito principale. Per un esempio degli elementi necessari per ritenere una *lettere de patronage* "forte", si veda Corte di Appello di Roma, sez. I, 04 febbraio 2008, n. 431, in *Il merito*, 10, 2008, p. 34. Sulla distinzione tra le due forme di lettere di gradimento, si veda Tribunale di Bergamo, sez. II, 18 gennaio 2007, n. 227, in *Rivista dottori commercialisti*, 2, 2008, p. 329; M. GIORGETTI, *Lettera di patronage, fideiussione, mandato di credito, promessa del fatto di terzo, concessione di una linea di credito, qualificazione*, in *Rivista dottori commercialisti*, 2, 2008, p. 329; A. MESSUTI, *Le lettere*

per la responsabilità del *patronnant* per le informazioni inesatte ovvero errate eventualmente fornite all'istituto di credito. In tali casi, in cui, evidentemente, non può riconoscersi *sic et simpliciter* natura contrattuale alla predetta dichiarazione<sup>153</sup>, ci si pone il problema se il *patronnant* dichiarante, per l'affidamento che suscita in ragione della propria posizione di osservatore privilegiato, possa esser chiamato a rispondere ai sensi dell'art. 1218 c.c. ovvero dell'art. 2043 c.c.

Di poi, la tematica della responsabilità per danni cagionati da inesatta informazione ai terzi è stata affrontata nell'ambito della informazione resa nei mercati finanziari ai consumatori, lì dove, cioè, il legislatore, nazionale ma soprattutto europeo, ha da tempo avvertito l'esigenza di innalzare il livello di correttezza (e trasparenza) tra le parti attraverso la previsione di obblighi di informazione già nella fase precontrattuale<sup>154</sup>.

Inoltre, il proliferare di obblighi informativi si è tradotto, in certi casi, in regole di responsabilità speciali e specifiche che hanno diviso la dottrina tra chi ha tentato di incasellare i predetti modelli in uno di quelli preesistenti (extracontrattuale, contrattuale ovvero *tertium genus*) e chi ha, di contro, preferito non addentrarsi nella disputa della natura della responsabilità del professionista ovvero dell'obbligato di turno, limitandosi a valorizzare la peculiarità della fattispecie e rilevando la superficialità ed inutilità pratica di una simile indagine.

Così, l'art. 2395 c.c. ha previsto la responsabilità degli amministratori nei confronti dei soci ovvero dei terzi per i danni arrecati *direttamente* ai rispettivi patrimoni, anche se derivanti da eventuali informazioni inesatte e fuorvianti ed essi

---

*di patronage*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6, 2003, p. 761; M. C. PERCHINUNNO, *Il danno da lesione dell'affidamento suscitato dalla lettera di patronage*, in *Contratto e impresa*, 2006, pp. 611 ss., al quale si rimanda per la dottrina e la giurisprudenza citata.

<sup>153</sup> Diverso è l'approccio nel caso della *lettre de patronage* forte in cui il rapporto che si genera tra *patronnant* e creditore è assimilabile ad una obbligazione (di prestazione) di garanzia (con obbligo di risultato e non meramente di mezzi) e come tale soggiace alle regole prescrittive di cui all'art. 1218 c.c. essendo riconducibile, secondo alcuni, allo schema del contratto con obbligazioni del solo preponente *ex art. 1333 c.c.* e, secondo altri, quale promessa del fatto del terzo ai sensi dell'art. 1381 c.c. Nel primo senso, si veda Cassazione Civile, sez. III, 25 settembre 2012, n. 16259, *Copma S.r.l. c. Unicredit Management Bank S.p.A.*, in *Diritto e Giustizia on line*, 26 settembre 2012; Tribunale di Roma, 18 dicembre 2002, *Banca naz. agr. c. Fall. soc. Sogesco*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2003, p. 781; A. FERRETTI, *Solo la prova della impossibilità della prestazione libera il patronnant dal risarcimento del danno*, in *Diritto e Giustizia on line*, fasc. 0, 2012, p. 817. Nel secondo, si veda Tribunale di Bergamo, sez. II, 18 gennaio 2007, n. 227, cit. Vi è anche chi, in dottrina, ha ritenuto assimilabile detta fattispecie a quella di cui all'art. 1337 c.c. Cfr., in tal senso, V. CUFFARO, *Responsabilità precontrattuale*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1988, p. XXXIX.

<sup>154</sup> Si pensi, a titolo esemplificativo, a tutti gli obblighi, per l'appunto, precontrattuali previsti in materia giusconsumeristica dalla normativa europea, soprattutto ad esito della adozione della nota direttiva n. 2011/83/UE, recepita in Italia di recente con d.lgs. n. 21/2014.



fornite<sup>155</sup>; gli abrogati artt. 2409 *sexies* c.c. e 164, d.lgs. n. 58/1998, ora riproposti nell'art. 15, d.lgs. n. 39/2010 (con le differenze di cui si dirà *infra*), in tema di responsabilità dell'incaricato della revisione legale dei conti nelle società di capitali, per i danni cagionati ai terzi che sono conseguenza dell'inadempimento ai loro doveri<sup>156</sup>; e l'art. 94, commi da 8 a 10, d.lgs. n. 58/1998, in tema di responsabilità da prospetto<sup>157</sup>.

---

<sup>155</sup> Esempio tipico è quello del bilancio falsificato sulla cui base i terzi siano indotti a sottoscrivere azioni della società ad un prezzo diverso dal loro valore reale. Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 223. In tal caso, l'autore fornisce contezza della diatriba esistente tra chi ritenga tale forma di responsabilità attratta nell'alveo dell'illecito aquiliano e chi invece ritenga poterla attrarre nella responsabilità contrattuale. Per il primo orientamento, in dottrina, si veda G. RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 1969, p. 291; G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, Giuffrè, 1986, p. 154; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., p. 132, in particolare nota 176; M. A. BERARDI, *L'azione individuale del socio e del terzo nelle società di capitali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2, II, 2012, p. 268; P. DAL SOGLIO, *L'azione individuale di responsabilità come reazione del creditore all'inadempimento della società, con uno sguardo sull'art. 2449 previgente*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2, II, 2010, pp. 243 ss.; G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2011, pp. 231 – 233; mentre, in giurisprudenza, Cassazione civile, sez. I, 10 aprile 2014, n. 8458, *Fall. Donati s.r.l. c. P.E. e altro*, in *Diritto & Giustizia*, 11 aprile 2014; Tribunale di Bari, sez. IV, 04 settembre 2012, n. 2733, *La. Ra. c. La. Gi.*, in *Giurisprudenzabarese.it*, 2013; Tribunale di Prato, 04 maggio 2011, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Cassazione civile, sez. I, 23 giugno 2010, n. 15220, *D.N.A. c. D.N.G.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, II, 2012, p. 264; Corte appello di Roma, sez. II, 20 novembre 2008, n. 4824, in *Guida al diritto*, 12, 2009, p. 58; Cassazione civile, sez. I, 05 agosto 2008, n. 21130, *Bernardi c. Soc. Moet Hennessy Italia*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2, II, 2010, pp. 240 ss.; Cassazione civile, sez. I, 25 luglio 2007, n. 16416, *Bonato c. Castegnaro*, in *Foro italiano*, 12, I, 2007, col. 3393; Cassazione civile, sez. I, 03 aprile 2007, n. 8359, *Paonessa c. Derro e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 12, 2007, p. 2761. Minoritario è l'orientamento che, di contro, ritiene sussistente una ipotesi di responsabilità cui applicare i canoni contrattuali. In dottrina, si veda C. ANGELICI, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1990, p. XLII, il quale richiama, per l'ipotesi in esame, la fattispecie del contratto con effetti protettivi in favore di terzi, di origini tedesche, al quale, comunemente, si ritiene applicabile il modello contrattuale. In giurisprudenza, si veda Tribunale di Torino, 20 marzo 1989, *Soc. Algat c. Pagliani e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, I, 2, 1989, p. 740, secondo cui in ipotesi di detto tipo sarebbe individuabile né una responsabilità contrattuale né aquiliana, ma genericamente extracontrattuale trattandosi di una «*obbligazione avente per oggetto la restituzione di una somma per la reintegrazione del patrimonio sociale*». In verità, la previsione espressa di una prescrizione quinquennale, pure presente al secondo comma del medesimo disposto codicistico, risulterebbe ultronea là dove il legislatore avesse effettivamente voluto ritenere l'azione di cui all'art. 2395 c.c. da illecito aquiliano.

<sup>156</sup> Su questa disposizione, si veda diffusamente *infra* cap. 4, par. 4.1.

<sup>157</sup> La responsabilità da prospetto dell'emittente e dell'intermediario che del prospetto si serve per negoziare i titoli sul mercato secondario, è stata storicamente inquadrata, da parte di buona parte della dottrina (cfr. G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, in *Giur. Comm.*, 4, pp. 585 ss.; ID., *La responsabilità da prospetto delle banche*, Milano, Giuffrè, 1986, pp. 49 ss.), e della giurisprudenza (Tribunale di Milano, 11 gennaio 1988, *Minoggio e altro c. American service bank*, in *Giur. comm.*, II, 1988, pp. 585 ss., confermato da Corte di Appello di Milano, 2 febbraio 1990, *Banca Manusardi c. Minoggio e altro*, in *Giur. it.*, I, 2, 1992, pp. 49 ss. e, da ultimo, ribadito dallo stesso Tribunale di Milano, 25/07/2008, Giudice est. Dott.ssa A. Simonetti, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)), nell'ambito della responsabilità precontrattuale. Tuttavia, di recente, la giurisprudenza di legittimità (Cassazione Civile, sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, Pres. Adamo, Giud. rel. Rordorf, *Soc. Tessival c. Soc. Intesa S. Paolo*, in *Giustizia civile massimario*, 6, 2010, p. 892) parrebbe aver inteso inquadrare detta forma di responsabilità nell'ambito della fattispecie aquiliana anche e nonostante gli orientamenti espressi dal giudice relatore in altre occasioni avrebbero reso lecito attendersi un esito diverso.

I temi appena evidenziati, esattamente come quello della responsabilità del *rater* per danni eventualmente sofferti dai terzi investitori, sono emblematici delle problematiche tipiche del campo di analisi che hanno interessato gli studiosi della natura della responsabilità civile in un settore, quello delle informazioni economiche inesatte, definito quale «*terra di nessuno ai confini tra contratto e fatto illecito*», secondo il noto paradigma riproposto da Francesco Donato Busnelli<sup>158</sup> in un noto articolo dei primi anni '90, ovvero quale «*area di turbolenza ai confini tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale*», secondo la ricostruzione proposta, più di recente, da Carlo Castronovo<sup>159</sup>.

Trattasi di ipotesi di lavoro evidentemente differenti che tentano di trovare ristoro all'annoso problema della collocazione sistematica di un tipo di responsabilità spesso affetto da carenza di relazionalità, e come tale assimilabile, per struttura, al torto, ma i cui effetti possono, con altrettanta frequenza, avere dimensione sistemica tanto da richiedere un intervento ripristinatorio e sanzionatorio sì efficace da riconoscere maggiormente adatti i confini e gli elementi della responsabilità contrattuale.

Nel mezzo vi è una panoramica di sfumature, che si avrà cura di analizzare nei prossimi capitoli al fine di verificare quale risulti essere maggiormente usufruibile per il tipo di responsabilità da ascrivere alla agenzia di rating, con la consapevolezza che la vivacità della materia espone lo studioso ad un alto rischio di anacronismo ed imprecisione.

La scelta dell'applicazione di un modello piuttosto che di un altro, se da un lato presuppone l'affermazione di attualità del modello di responsabilità "duale", imperniato, cioè, sulla distinzione tra responsabilità contrattuale ed

---

<sup>158</sup> Cfr. F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 1991, pp. 539 ss.; il saggio è stato, altresì, riproposto, di recente, in F. D. BUSNELLI, S. PATTI, *Danno e responsabilità*, Torino, Giappichelli, 2013, pp. 321 ss. L'espressione *terra di nessuno* è stata mutuata da G. GILMORE, *The death of contract*, Columbus, Ohio State University Press, 1974, p. 88. Sul punto, si veda I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2001, p. 707. Si veda, altresì, M. FRANZONI, *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 9, 2011, p. 1693, il quale discorre di *no man's land*.

<sup>159</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in Scritti in onore di L. Mengoni (AA. VV.), Milano, Giuffrè, 1995, I, pp. 147 ss., ora in ID., *La nuova responsabilità civile*, III ed., Milano, Giuffrè, 2006, pp. 443 ss., il quale evidenzia come le ipotesi di danno in parola è difficile ascriverle alla *responsabilità contrattuale* poiché sembrerebbe frutto di una *enfattizzazione*, né tampoco ricondurle in quella *aquiliana* poiché ciò si rivelerebbe un *impoverimento*. In particolare, l'autore rileva come dette ipotesi appaiano «*giuridicamente più pregnanti del semplice rapporto obbligatorio di risarcimento del danno al quale si riduce quest'ultima e però meno articolate del rapporto obbligatorio incentrato sulla prestazione*».

extracontrattuale e sul conseguente rifiuto di individuazione di una terza *species* di responsabilità ovvero di uniformazione dei modelli in un *unicum* sotto l'egida del principio generale del *neminem laedere*, dall'altro, non è scevro di conseguenze pratiche là dove si consideri che l'applicazione di un tipo di responsabilità piuttosto che un altro porti all'applicazione di regole differenti in materia di *onus probandi* dell'elemento soggettivo e nesso di causalità, oltre che in tema di prescrizione e danni risarcibili.

Di per certo, il ricondurre il tema della responsabilità del *rater* a quello (generale) della responsabilità per informazioni inesatte significa trasporre le problematiche che, nel tempo, si son poste in quest'ultimo nel primo.

Ed in particolare, dall'assenza di una normativa che sia espressamente dedicata ai «*profili civilistici dell'informazione in generale ed a quelli di responsabilità in particolare*»<sup>160</sup> alla individuazione della natura della responsabilità e, all'interno di ogni singolo approccio, alla specifica verifica dei correlati elementi costitutivi (si pensi alla individuazione del danno ingiusto nell'ambito della opzione "aquiliana").

Secondo un certuno orientamento<sup>161</sup>, poi, lo statuto della responsabilità da informazioni inesatte sarebbe da rinvenirsi nell'articolato testo unico sulla privacy (d.lgs. n. 196/2003), in ragione dell'ampiezza ed indeterminatezza dei soggetti passivi dell'azione illecita di cui all'art. 15 del medesimo testo unico.

L'applicazione del modello di cui al predetto testo normativo permetterebbe di allontanare la responsabilità da informazioni inesatte da qualsiasi parametro di imputazione (come la colpa) per collocarla nell'orbita di una responsabilità oggettiva o semi-oggettiva in ragione dell'espreso richiamo contenuto nel richiamato art. 15 al modello di responsabilità di cui all'art. 2050 c.c.<sup>162</sup>, con

---

<sup>160</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 75.

<sup>161</sup> Cfr. M. AMBROSOLI, *La tutela dei dati personali e la responsabilità civile*, in *Rivista di diritto privato*, 1998, p. 306. Fornisce contezza della circostanza, altresì, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 76.

<sup>162</sup> Propongono detta possibilità, A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., *passim*. In verità, la natura di responsabilità oggettiva ovvero semi-oggettiva della fattispecie di cui all'art. 2050 c.c. è tutt'altro che pacifica. Ed in effetti, secondo quelle che erano le intenzioni del Ministro di Giustizia, nella sua relazione del 1943 al codice civile, la *ratio* della norma consisteva nella inversione dell'*onus probandi* in ordine alla prova della (assenza di) colpa. Nella relazione, infatti, si legge che «*nell'esercizio di una attività pericolosa la prevedibilità del danno è in re ipsa e il soggetto deve agire tenendo conto del pericolo di 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*».

evidenti vantaggi per i soggetti danneggiati che vedrebbero, in tal modo, ridursi gli oneri probatori a loro carico<sup>163</sup>.

Detto approccio, inoltre, porterebbe alla semplificazione secondo cui l'utilizzo (e la divulgazione) della informazione economica sia un'attività da intendersi quale "pericolosa" e come tale da trattarsi proprio secondo i parametri di onere probatorio previsti dall'art. 2050 c.c.

A detta ipotesi si è obiettato come la *ratio* di una tutela rafforzata, sì come prevista nel codice della Privacy, sia da individuarsi nella necessità di una più intensa tutela di diritti fondamentali attinenti alla persona umana, sicché detta normativa non potrebbe essere utilizzata per tutelare *sic et simpliciter* interessi di natura esclusivamente patrimoniale<sup>164</sup>.

---

A favore della configurazione della responsabilità *ex art.* 2050 c.c. come responsabilità per colpa (anche se con gradazioni diverse, a seconda del "grado di diligenza" ritenuto necessario da parte dell'esercente attività "pericolosa") con onere della prova invertito (*i.e.* presunzione *iuris tantum* di colpa), si veda, in giurisprudenza, Cassazione Civile, sez. III, 10 ottobre 1949, n. 2271, in *Massimario della giurisprudenza italiana*, 1949, p. 98; Cassazione Civile, sez. III, 27 gennaio 1987, n. 537, in *Foro Italiano*, I, 1982, col. 674. In dottrina, G. GENTILE, *Responsabilità per l'esercizio di attività pericolose*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1950, p. 101; E. BONVICINI, *La responsabilità civile per fatto altrui*, Milano, Giuffrè, 1976, p. 406; A. DE CUPIS, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario al Codice Civile*, A. Scialoja, G. Branca (a cura di), Bologna, Zanichelli, 1971, p. 79; G. BRANCA, *Locazione di autoveicoli e attività pericolose*, in *Foro italiano*, I, 1962, p. 469. A favore di una concezione "oggettiva" della responsabilità di cui all'art. 2050 c.c., si veda P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, Giuffrè, 1961, p. 279. Nondimeno, secondo più recente giurisprudenza dovrebbe discorrersi di *presunzione di responsabilità* e non già di colpa, in tal modo prescindendosi dalla individuazione di un criterio di imputazione della stessa che, per l'effetto, può esulare dalla individuazione di una colpa del danneggiante ed attestarsi su di un piano oggettivo. Si veda, Cassazione Civile, sez. III, 13 maggio 2004, n. 7298, in *Giurisprudenza Italiana*, 2004, p. 974.

<sup>163</sup> Si veda, sul punto, Cassazione Civile, sez. III, 26 giugno 2012, n. 10646, *P. c. Casinò municip. di Campione d'Italia*, in *Giustizia civile massimario*, 6, 2012, p. 846, secondo cui «in tema di trattamento dei dati personali, l'onere della prova per la mancata custodia degli stessi incombe al danneggiante, come disposto dall'art. 2050 c.c., richiamato dall'art. 15 d.lg. 30 giugno 2003 n. 196, salvo che le notizie siano note già prima della loro diffusione da parte di questo, poiché, in tal caso, il danneggiato non è esentato dall'onere di dimostrare o, quanto meno, di indicare elementi presuntivi idonei a motivare la convinzione che la divulgazione sia riconducibile a chi possiede tali dati e non a chi abbia in precedenza pubblicato le medesime informazioni. Né può configurarsi un diritto al risarcimento quando il custode abbia divulgato i dati a salvaguardia della correttezza del proprio comportamento, perché i principi in tema di riservatezza vanno coordinati, oltre che con quelli che attengono all'interesse pubblico e al diritto della collettività all'informazione, con le esigenze di salvaguardia di interessi, pubblici e privati, all'onorabilità delle proprie frequentazioni nonché alla correttezza ed al rigore dei propri comportamenti»; Cassazione Civile, sez. I, 28 maggio 2012, n. 8451, *Bruno c. Aspra Finance s.p.a.*, in *Guida al diritto*, 2012, p. 69, secondo cui «in tema di responsabilità per esercizio di attività pericolosa 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 a un evento che non sia a esso in alcun modo riconducibile. Quanto alla colpa - contemporaneamente - incombe sull'esercente l'attività pericolosa l'onere di provare di avere adottato tutte le misure idonee a prevenire il danno. Tali principi sono applicabili anche in tema di danni cagionati per effetto del trattamento dei dati personali, ai sensi dell'art. 15, comma 1, d.lg. n. 196 del 2003».

<sup>164</sup> Cfr. A. FUSARO, *Informazioni inesatte e danno alla «reputazione» d'impresa: le variabili della responsabilità*, in *La responsabilità civile*, 2009, pp. 366 ss.; P. SANNA, *La responsabilità*

Tanto senza sottacere che dovrebbe adoperarsi riferimento, al fine di vagliare la possibilità di un'applicazione analogica, di normativa tutt'altro che affine a quella del rating e, più in generale, della informazione economica ovvero della certificazione.

A fronte delle predette (variegata) posizioni, come di evidenza, occorre vagliare e verificare se ed in quali termini (*rectius*, sulla base di quale fonte) si manifesti la responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori per le errate valutazioni rese agli stessi per i più variegati canali informativi.

L'analisi, in particolare, principierà con lo studio della opzione aquiliana fino a vagliare la possibilità di applicare gli ulteriori modelli, tendenzialmente ritenuti maggiormente "favorevoli", quanto meno su di un piano processual-civilistico, agli investitori danneggiati, come il modello della responsabilità da lesione dell'affidamento e quello più propriamente contrattuale.

---

*civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 77.



## CAPITOLO SECONDO

### Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori quale ipotesi di responsabilità extracontrattuale: la tesi aquiliana.

SOMMARIO: 1. Introduzione; 2. Atipicità dell'illecito ed individuazione della posizione giuridica soggettiva da tutelarsi. Il danno ingiusto e risarcibile; 3. L'elemento soggettivo; 4. La prova del doppio nesso di causalità tra scelta di investimento e rating, nonché tra illecito e danno. Il possibile correttivo della *fraud on the market theory*; 5. Il danno in concreto risarcibile; 6. L'approccio aquiliano nella giurisprudenza di merito nazionale e gli effetti in tema di giurisdizione applicabile.

#### 1. Introduzione

La responsabilità da fatto illecito ha subito, di recente, un progressivo ridimensionamento ad opera della giurisprudenza, stimolata da parte della dottrina nonché da astratte esigenze “sociali”, proprio in quei settori considerati di turbolenza, ove, cioè, non esisterebbe un rapporto contrattuale *strictu sensu* inteso facilmente individuabile, ma neppure potrebbe ritenersi che il danno sia stato cagionato dal *quisque de populo* ovvero dal “passante”<sup>165</sup>, in ragione delle qualità personali (ovvero delle qualità imposte *ex lege*) di determinati “obbligati”.

Nell'ambito delle informazioni economiche inesatte al mercato, un primo orientamento dottrinario, ad esito di una accurata analisi comparata, riconduceva la responsabilità dell'informatore per l'erronea informazione fornita ad uno o più “terzi” a quella da fatto illecito<sup>166</sup>.

In particolare, realizzata la distinzione tra informazione quale consiglio amichevole, come “servizio” e come (elemento confluyente in un) “prodotto” ed assodato che il problema della individuazione di un titolo di responsabilità non doveva porsi per l'ipotesi del consiglio amichevole, esente da qualsiasi forma di rimproverabilità (*i.e.* responsabilità), ci si è preoccupati unicamente di affrontare il tema della individuazione del “danno ingiusto”, necessario per avanzarsi richiesta risarcitoria *ex art.* 2043 c.c., e di individuare i confini della prova del nesso di causalità e dell'elemento soggettivo, senza, di fatto, addentrarsi nell'analizzare i confini della prova del danno stesso.

---

<sup>165</sup> Sulla qualificazione della responsabilità extracontrattuale quale forma di “responsabilità del passante”, si veda C. W. CANARIS, *Täterschaft und Teilnahme bei culpa in contrahendo*, in *Festschrift Hans Giger*, Bern, 1989, p. 95.

<sup>166</sup> Cfr. F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 553, secondo il quale sarebbe confermata «l'idea della riconducibilità del settore (...) della responsabilità da informazioni inesatte nel “diritto comune” della responsabilità extracontrattuale».

Il tema è, come già accennato, tutt'altro che nuovo.

Ed in effetti, il problema degli errori nei c.d. fogli di informazione utilizzati nell'ottocento è stato più volte oggetto di analisi e studio nel tempo, anche per i danni che detti "fogli" cagionavano nei confronti dei terzi e, soprattutto, nei confronti dei soggetti nei cui confronti le informazioni venivano fornite.

In tali casi, si riteneva che trattavasi di responsabilità extracontrattuale *«poiché nessun vincolo giuridico esiste tra l'agenzia e il terzo fino al momento in cui l'agenzia, fornendo con colpa o con dolo delle informazioni erranee, non offende il principio generale del "neminem laedere"»*<sup>167</sup>.

In particolare, nel sistema pre-codice '42, la responsabilità contrattuale sorgeva unicamente là dove mancava la diligenza del buon padre di famiglia nell'adempimento dell'obbligazione (di prestazione)<sup>168</sup>, mentre quella aquiliana nasceva da qualsiasi lesione dell'altrui diritto, per quanto tenue potesse essere stata la negligenza che l'avesse cagionata<sup>169</sup>, essendo il parametro della colpa di riferimento quello ordinario<sup>170</sup> e dovendosi tener conto di un ventaglio di "beni della vita" oggetto di tutela da parte dell'ordinamento sicuramente più ampio rispetto a quello che troverebbe origine nel contratto.

Ed in effetti, il disposto degli artt. 1151 ss. c.c. abr. (1865), nel prevedere la responsabilità per i delitti ovvero per i quasi-delitti, dopo aver statuito che *«qualunque fatto dell'uomo che arreca danno ad altri, obbliga quello per colpa del quale è avvenuto, a risarcire il danno»*, di poi specificava che *«ognuno era responsabile del danno (...) cagionato non soltanto per un fatto proprio, ma anche per propria negligenza od imprudenza»*.

Conseguenza di ciò è che il terzo che voleva richiedere il risarcimento del danno all'agenzia di informazione commerciale avrebbe dovuto provare il delitto ovvero il quasi-delitto da cui far sorgere l'obbligazione risarcitoria, ossia proprio il foglio di informazione (inesatta), che l'agenzia avrebbe fornito al proprio cliente e riguardante il merito creditizio dell'attore<sup>171</sup>.

---

<sup>167</sup> Cfr. A. DI NOLA, *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, cit., pp. 365-366.

<sup>168</sup> All'uopo l'art. 1218 c.c. abr. prevedeva che *«chi avesse contratto una obbligazione fosse tenuto ad adempierla esattamente e in mancanza al risarcimento dei danni»*.

<sup>169</sup> Cfr. A. DI NOLA, *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, cit., p. 366.

<sup>170</sup> Secondo il noto brocardo *culpa autem esse quum quod a diligente providere potuerit et non esset provvisum; casus, est vis divina, fatum, fatalitas ect.*

<sup>171</sup> Cfr. A. DI NOLA, *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, cit., p. 367, il quale, nel replicare al Thibault, evidenziava come il riconoscimento di una



Nondimeno, l'agenzia di informazione commerciale, là dove avesse fornito contezza al proprio cliente della esistenza di alcune "voci di piazza" che sconsigliavano di dar credito ad un aspirante debitore, poteva ritenersi comunque esente da responsabilità nei confronti di questi, atteso che non era tenuta a verificare l'esattezza di dette voci, avendo soltanto riferito della loro esistenza ed eventualmente consigliato al proprio cliente di avviare nuove indagini per determinarsi al meglio<sup>172</sup>.

Detto approccio era coerente con l'orientamento tradizionale che, da Gaio a Pothier, riconosceva la responsabilità per informazione economica errata soltanto in caso di dolo<sup>173</sup>, poiché «*consilio non fraudolenti nulla obligatio est: caeterum si dolus et calliditas interecessit, de dolo actio competit*»<sup>174</sup>.

Il predetto orientamento è mutato, tuttavia, con la presa di coscienza della importanza che rivestivano dette agenzie e sotto la vigenza dell'attuale codice, e la dottrina<sup>175</sup> e la giurisprudenza<sup>176</sup> hanno riconosciuto obblighi specifici a carico delle stesse ed a tutela del soggetto sul quale si rendevano informazioni, che, ove violati, potevano esser fonte di responsabilità extracontrattuale.

---

responsabilità nei confronti dei terzi di queste agenzie non ne pregiudicava l'attività atteso che fosse molto improbabile che un terzo riuscisse a provare l'esistenza del foglio di informazione commerciale in ragione dell'esistenza della c.d. clausola "confidenziale" in forza della quale veniva imposto al cliente l'obbligo di mantenere segreta per tutti indistintamente l'informazione ricevuta.

<sup>172</sup> Cfr. A. DI NOLA, *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, cit., p. 368.

<sup>173</sup> Per una ricostruzione storica, si veda E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, Torino, Giappichelli, 2003, pp. 52 – 58, il quale adopera riferimento, altresì, al vecchio § 676 B.G.B.

<sup>174</sup> Letteralmente *non porta a responsabilità il consiglio non fraudolento: ma vi è azione di dolo quando sia intervenuto dolo o malizia*. La massima viene attribuita ad Ulpiano da L. DE MAURI, *Regulae juris*, Milano, Hoepli, 1984, p. 44. Sul punto, si veda, altresì, Cassazione di Firenze, 6 dicembre 1915, in *Rivista di diritto commerciale*, II, 1916, p. 261, con nota di L. MOSSA, *La responsabilità del mandatario per consiglio*; H. KOZIOL, F. D. BUSNELLI *Unification of Tort Law: wrongfulness*, Kluwer Law International, 1998, p. 76; F. D. BUSNELLI, S. PATTI, *Danno e responsabilità civile*, cit., p. 336; E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 53 e I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., p. 721, i quali sembrano attribuire la regola romanistica a Gaio.

<sup>175</sup> In tal senso, V. ZENO-ZENCOVICH, *Considerazioni sul danno da protesto illegittimo*, cit., p. 500; F. FIORUCCI, *Il protesto*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 143; G. ALPA, *Lesione della reputazione economica e circolazione di notizie inesatte*, in *Responsabilità civile e previdenza sociale*, 6, 1979, pp. 747 ss.

<sup>176</sup> Cfr. Corte di Appello di Milano, 11 dicembre 1973, in *Responsabilità civile e previdenza sociale*, 6, 1979, p. 747, secondo cui «rispondono ai sensi dell'art. 2043 c.c. l'agenzia di informazioni commerciali che loda la reputazione economica di un imprenditore pubblicando su un bollettino notizie inesatte sulla sua solvibilità, e l'impresa assicuratrice che diffonda tali notizie ai creditori, che si siano ad essa rivolti per assicurare il loro credito nei confronti dell'imprenditore assicurato»; Cassazione Civile, 11 ottobre 1978, n. 4538, *ibidem*, secondo cui «la comunicazione fatta da un soggetto ad un altro e ad esso riservata può dar luogo a responsabilità di chi tale comunicazione con colpa abbia fatto, se la circolazione dell'informazione provoca lesioni alla reputazione economica dell'investigato»; Cassazione civile, sez. III, 06 gennaio 1984, n. 94, cit.

Ad oggi, l'orientamento prevalente<sup>177</sup>, prendendo le mosse da una rivisitazione dell'art. 2043 c.c. dalla quale si vorrebbero pienamente sfruttare le caratteristiche di «*clausola generale*», ossia di adattabilità alle mutate e cangianti esigenze che provengono dal mondo della pratica<sup>178</sup>, attraverso la sacralizzazione del principio di atipicità dell'illecito, ritiene di poter ricondurre la responsabilità da informazioni economiche inesatte nell'ambito dell'illecito aquiliano.

Da questo punto di vista, il problema della inesattezza della informazione si è, dunque, spostato sul problema della individuazione del danno ingiusto e quindi della situazione giuridica soggettiva da tutelarsi.

## **2. Atipicità dell'illecito ed individuazione della posizione giuridica soggettiva da tutelarsi. Il danno ingiusto e risarcibile.**

La costruzione della responsabilità civile dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore quale una responsabilità aquiliana impone, come noto, la verifica di sussistenza di tutti gli elementi della fattispecie di detta responsabilità, primo fra tutti l'individuazione dell'ingiustizia del danno, ossia la sussistenza di un pregiudizio *non iure datum* e *contra jus*<sup>179</sup>.

---

<sup>177</sup> Cfr., in tal senso ed *ex multis*, G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Rivista notariato*, 1977, p. 1091; ID., *Diffusione di informazioni economiche e problemi di responsabilità civile*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1977, p. 39; ID., *L'armonizzazione del diritto comunitario dei mercati finanziari nella prospettiva della tutela del consumatore*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2001, p. 569; G. ALPA, M. BESSONE, V. CARBONE, *Atipicità dell'illecito*, Milano, Giuffrè, IV, 1995, p. 171; M. BESSONE, *Responsabilità per negligence e teoria dell'illecito nel caso Donaghue v. Stevenson in prospettiva storica*, in *Rivista trimestrale diritto processuale civile*, I, 1974, pp. 548 ss.; F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno» fra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni economiche inesatte*, cit., p. 539; S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto e impresa*, 2001, pp. 1298 ss.; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, cit., p., 125.

<sup>178</sup> In tal modo si esprime E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 59.

<sup>179</sup> In tal senso, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 150; M. MARIANELLO, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 635 ss.; L. VIOLA, *Il danno ingiusto, responsabilità precontrattuale e responsabilità speciali*, Matellica, Halley, 2007, p. 20; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 415, al quale si rimanda per la dottrina citata in nota 82. L'ingiustizia del danno è elemento nuovo del nostro codice civile, non essendovene traccia nei codici ante '42. In particolare, il legislatore del tempo avrebbe inteso modificare la natura stessa del danno, in passato ritenuto elemento sostanzialmente pregiudiziale (cfr. C. FERRINI, *Illecito*, in *Nuovo Digesto Italiano*, Torino, Utet, 1938, p. 663; D. RUBINO, *La fattispecie e gli illeciti preliminari*, Milano, Giuffrè, 1939, pp. 202 – 203), esprimendo una tecnicizzazione del concetto di danno ed individuandone i confini in una fattispecie caratterizzata da componenti rigorosamente obiettive, non esistendo, nell'ordinamento giuridico, una tutela generalizzata del patrimonio. Cfr., sul punto, M. FRANZONI, *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, M. Franzoni (a cura di), Milano, Giuffrè, 2010, p. 867; C. SALVI, *Responsabilità extracontrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. Dir.*, Milano, Giuffrè, 1988, p. XXXIX; S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 1967, p. 9; T. BRAISIELLO, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario del Codice Civile*, M.

Il requisito della ingiustizia è stato, per lungo tempo, individuato nella lesione di diritti assoluti, solitamente previsti dalla normativa primaria e dalla Costituzione, di talché l'art. 2043 c.c. si riteneva avesse carattere meramente sanzionatorio per la violazione di obblighi previsti in altre norme (di carattere primario)<sup>180</sup>.

In tal modo, si costruiva un sistema di responsabilità tipico, simile al modello di cui al § 823 BGB<sup>181</sup>.

Il predetto orientamento è mutato con il noto caso Meroni<sup>182</sup> che, come già osservato in dottrina<sup>183</sup>, ha condotto l'illecito aquiliano sulla via della atipicità, unitamente alla espansione, avvenuta attraverso la breccia aperta dalla sentenza delle Sezioni Unite n° 500/1999<sup>184</sup>, nonché dalle sentenze successive (di merito e

---

D'Amelio, E. Finzi (a cura di), Firenze, Barbera, 1949, p. 220.

<sup>180</sup> Cfr. M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., p. 870; F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 559 il quale cita, tra la dottrina che ritiene ingiusti solo i danni che ledono un diritto soggettivo, C. MIRABILE, *Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false o errate informazioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 1990, p. 419; A. DE CUPIS, *Il danno: teoria generale della responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 1979, p. 92, nota 49.

<sup>181</sup> Ai sensi del § 823 BGB «*Wer vorsätzlich oder fahrlässig das Leben, den Körper, die Gesundheit, die Freiheit, das Eigentum oder ein sonstiges Recht eines anderen widerrechtlich verletzt, ist dem anderen zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet*» (ossia, chiunque illegittimamente, con dolo o colpa, lede la vita, l'integrità personale, la salute, la libertà, la proprietà ovvero un altro diritto assimilabile, è obbligato al risarcimento del danno). Proprio la predetta circostanza, in quell'ordinamento, ha portato l'interprete a cercare di allargare le maglie della responsabilità contrattuale facendovi rientrare la lesione di interessi che, nel nostro ordinamento, ben potrebbero essere contenuti nella fattispecie aquiliana. Sul punto, si veda S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, cit., pp. 84-86, nonché *infra*, cap. 4, par. 4.2.

<sup>182</sup> Sul punto, Cassazione Civile, SS. UU., 26/01/1971, n. 174, *Torino Calcio S.p.A. c. Romero*, in *Foro Italiano*, I, col. 1286, che ha mutato l'orientamento espresso da Cassazione Civile, sez. III, 04/07/1953, n. 2085, *Associazione calcio Torino c. Soc. A.l.i. Flotte riunite*; F. D. BUSNELLI, *Un clamoroso "revirement" della Cassazione: dalla questione "Superga" al "caso Meroni"*, in *Foro Italiano*, I, col. 1286; G. VISINTINI, *Ancora sul "caso Meroni"*, in *Giurisprudenza Italiana*, 1971;I, 1, col. 680; G. CIAN, *La virata della Cassazione sulla tutela aquiliana del credito (dal caso di Superga al caso Meroni)*, in *Rivista di diritto civile*, 1971, II, pp. 199 ss.; M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., p. 871.

<sup>183</sup> M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., p. 869.

<sup>184</sup> Cfr. Cassazione Civile, SS. UU., 22 luglio 1999, n. 500, *Comune di Fiesole c. Vitali*, in *Giustizia civile*, I, 1999, p. 2261. L'ipotesi era già stata avanzata decenni prima da R. NICOLÒ, S. RODOTÀ, *La lesione degli interessi legittimi e la responsabilità civile*, in *Atti del convegno nazionale sull'ammissibilità del risarcimento del danno patrimoniale derivante da lesione di interessi legittimi*, Milano, Giuffrè, 1965, pp. 259 – 268. La sentenza è commentata da M. R. MORELLI, *Le fortune di un obiter dictum: crolla il muro virtuale della irrisarcibilità degli interessi legittimi*, in *Giustizia civile*, 9, 1999, pp. 2261 ss.; G. SORICELLI, *Appunti su una "svolta epocale" in merito ad un'interpretazione costituzionalmente orientata sulla pari dignità tra diritto soggettivo ed interesse legittimo: una decisione a futura memoria?*, in *Foro Amministrativo*, 2, 2000, p. 349; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità e autonomia delle autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla "risarcibilità degli interessi legittimi"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1, 2000, pp. 10 ss.; V. PARISIO, *Primi brevissimi spunti di riflessione in tema di risarcimento del danno per violazione di interessi legittimi alla luce della sentenza della Cass., Sez. Un., Civ. n. 500 del 1999*, in *Rivista giuridica edilizia*, 6, 1999, pp. 1239 ss.; G. ALPA, *Il revirement della Corte di Cassazione sulla responsabilità per la lesione di interessi legittimi*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 4-5, 1999, pp. 907 ss.; G. ALPA, M. SANINO, P. STELLA RICHTER, *Prime riflessioni sulla sentenza n. 500 del 1999 delle Sezioni Unite della Cassazione relativa alla risarcibilità della lesione degli interessi*

legittimità) che ne hanno segnato il passo<sup>185</sup>, degli interessi ritenuti meritevoli di tutela al fine di temperarne il carattere ingiusto<sup>186</sup>.

Oggi, la circostanza che l'illecito di cui all'art. 2043 c.c. sia atipico è pacificamente riconosciuta dalla giurisprudenza<sup>187</sup> ed il meccanismo di selezione degli interessi rilevanti per l'ordinamento giuridico avviene attraverso una minuziosa contemperazione dei principi in gioco, guardando pur sempre al dato positivo, sì come suggerito dalle sezioni unite con la citata sentenza n. 500/1999.

In alcuni casi, l'ingiustizia del danno è prevista *ex lege*<sup>188</sup>, in altri l'opera "creativa" del formante giurisprudenziale avrebbe oramai individuato, in maniera tendenzialmente stabile, quanto meno per determinati tipi di danni, la sussistenza di un interesse da ritenersi meritevole di tutela per l'ordinamento giuridico.

In generale, l'operazione è stata quella di superare la tesi tradizionale secondo cui è il legislatore a circoscrivere la responsabilità extracontrattuale entro i confini

---

*legittimi*, in *Giustizia civile*, 10, 1999, pp. 427 ss.; F. D. BUSNELLI, *Dopo la sentenza n. 500. La responsabilità civile oltre "il muro" degli interessi legittimi*, in *Rivista diritto civile*, I, 2000, pp. 335 ss.; P. G. MONATERI, *Il Tort da illegittimo esercizio della funzione pubblica*, in *Danno e responsabilità*, 1999, pp. 978 ss.; M. BERTOLISSI, *Osservazioni a Cass., Sez. un., n. 500/1999*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, II, 1999, pp. 370 ss. Per le evoluzioni giurisprudenziali immediatamente successive, si veda G. ALPA, *La lesione di interessi legittimi: poche certezze, molti dubbi*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2004, pp. 637 ss., il quale critica lo stretto collegamento tra atto amministrativo e lesione di un bene della vita che avrebbe l'effetto di tipizzare i danni ingiusti per avvicinare la responsabilità aquiliana al modello tedesco, minandone la natura elastica. Sulla possibilità di utilizzare lo schema di cui alla sentenza n. 500/1999 anche all'ipotesi di danno da rating, vedasi G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 321.

<sup>185</sup> Cfr. G. ALPA, *Gli incerti confini della responsabilità civile*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 11, 2006, pp. 1805 ss.

<sup>186</sup> Detta espansione è maturata attraverso il superamento dell'orientamento che identificava nella sola lesione di un diritto soggettivo la ingiustizia del danno. Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 150; D. MESSINETTI, *Danno giuridico*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1997, p. 482; M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., p. 807. Occorre evidenziarsi come, tuttavia, se da un lato non è necessario ritrovarsi dinanzi ad un diritto soggettivo al fine di richiedere (e magari ottenere) tutela aquiliana, non è, d'altro lato, sufficiente la mera lesione di un interesse legittimo al fine di ottenere detta tutela dovendo essere leso, per effetto dell'attività illegittima (e colpevole) della pubblica amministrazione, l'interesse al bene della vita cui l'interesse legittimo si correla e che detto interesse al bene risulti meritevole di tutela alla luce dell'ordinamento positivo. Cfr. sul punto, altresì, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 68, nota 41.

<sup>187</sup> Si veda, in tal senso, nella giurisprudenza amministrativa, Consiglio di Stato, sez. V, 13 gennaio 2014, n. 63, *Soc. V. c. Com. Galatone*, in *Il Foro Amministrativo TAR*, 1, 2014, p. 69; Consiglio di Stato, sez. IV, 04 settembre 2013, n. 4452, *Min. economia c. Soc. G. e altro*, in *Il Foro Amministrativo C.d.S.*, 9, 2013, p. 2439; TAR Puglia, sez. dist. di Lecce, sez. I, 05 aprile 2013, n. 764, *Soc. S. c. Reg. Puglia e altro*, in *Il Foro amministrativo TAR*, 4, 2013, p. 1331. Nella giurisprudenza civile, Cassazione civile, sez. III, 17 maggio 2004, n. 9345, *Giardino e altro c. Com. Pollena Trocchia e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 2004, p. 5. In dottrina, il pionieristico lavoro di G. ALPA, *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, Jovene, 1979, *passim.*; F. FERRARI, *Atipicità dell'illecito civile – Una comparazione*, Milano, Giuffrè, 1992, pp. 57 ss. In senso contrario, si veda C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 33, il quale discorre di una *tipicità variabile degli illeciti*.

<sup>188</sup> Si pensi all'ipotesi dell'illecito penale.

dei *diritti soggettivi assoluti*, approdando all'idea che la qualifica di *ingiustizia* varrebbe quale strumento attraverso cui si è inteso fornire all'interprete il compito di selezione degli interessi meritevoli di tutela. Ed in questo senso, la responsabilità da informazioni economiche inesatte costituirebbe l'esempio di una moderna concezione della responsabilità civile capace di ampliare i propri confini ben al di là dei confini dei diritti fondamentali di proprietà e persona<sup>189</sup>.

La selezione degli interessi meritevoli di tutela, in materia di danno da informazioni inesatte, si ritiene avvenga attraverso l'analisi del contesto in cui si svolge lo scambio di informazioni, dovendosi verificare, in particolare, la sussistenza di una *special relationship*<sup>190</sup> tra informante ed informato ovvero, ed in ogni caso, l'appartenenza dell'informato ad un'area predefinita e predeterminabile di destinatari, nonché attraverso la verifica di sussistenza di un potere di controllo dell'informato in ordine alla veridicità delle informazioni<sup>191</sup>. Di poi, nell'ottica di selezionare le situazioni cui riconoscere tutela, occorrerebbe verificare l'operatività dei principi di ragionevole affidamento (= è meritevole di tutela soltanto l'affidamento riposto nei confronti di un soggetto dotato di competenze professionali)<sup>192</sup> ed autoresponsabilità (= l'informato ha comunque l'onere di compiere ogni opportuna valutazione secondo il canone del diligente operatore economico)<sup>193</sup>.

---

<sup>189</sup> In tal senso, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 64.

<sup>190</sup> Il termine è ripreso da F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno» fra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni economiche inesatte*, cit., p. 548, nonché da G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1224, da una sentenza inglese nel caso *Hedley Byrne and Co. Ltd. v. Heller and Partners Ltd.* su cui diffusamente A. MIRANDA, *The negligence's saga: irragionevolezza ed ingiustizia del danno nel risarcimento delle pure economic losses*, in *Rivista di diritto civile*, 1992, pp. 387 ss.

<sup>191</sup> Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1125, secondo il quale «nel caso di semplice colpa dovuta al fatto che l'informatore ha assunto con leggerezza il compito di trasmettere i dati al terzo, e non si è preoccupato di verificarne la fondatezza, occorre articolare maggiormente il giudizio, dal momento che esso deve muovere dall'accertamento dei poteri di controllo che l'informatore aveva della veridicità delle informazioni. L'ampiezza dei poteri di controllo costituisce, infatti, un parametro di valutazione della negligenza del comportamento dannoso».

<sup>192</sup> Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1125, secondo il quale «giocano poi il principio dell'affidamento ragionevole che induce l'informato a tener conto delle informazioni assunte (diverso è il caso in cui l'informazione sia fornita da un istituto bancario, ovvero da un semplice privato)».

<sup>193</sup> Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1125, secondo il quale «si deve accertare se una persona di ordinaria diligenza avrebbe comunque concluso l'operazione economica che intendeva intraprendere (e per la quale ha assunto informazioni)». Per una nuova concezione dei termini autoresponsabilità ed affidamento, si veda G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, Cedam, 2011, pp. 158 – 159.

Nell'ambito dell'area di specifico interesse ed, in particolare, in tema di danno da rating errato ovvero inesatto, parte della dottrina<sup>194</sup> ha riconosciuto l'ingiustizia del danno nella lesione del diritto del singolo investitore ad autodeterminarsi liberamente nella scelta di investimento e, quindi, nella lesione della libertà contrattuale dello stesso.

In particolare, secondo detta impostazione argomentativa, l'investitore (ovvero, l'aspirante investitore) sarebbe titolare di una situazione giuridica soggettiva concretantesi nel diritto di liberamente autodeterminarsi nelle proprie scelte di investimento, anche in applicazione dell'art. 47 della Costituzione, da contemperarsi con il contrapposto interesse della *credit rating industry* di esprimere la propria opinione (*rectius*, manifestare liberamente il proprio pensiero), astrattamente sussumibile sotto l'egida protettiva dell'art. 21 della nostra Carta Fondamentale, in ossequio ai parametri di contemperazione introdotti dalla nota Giurisprudenza delle Sezioni Unite in tema di risarcimento da lesione di un interesse legittimo<sup>195</sup>.

Di là dalla opinabilità della possibilità di sussumere il voto di rating nella "libera manifestazione di pensiero", per quanto già detto in precedenza, e quindi della conseguente possibilità di individuare un interesse meritevole di attenzione e contemperazione (*rectius*, comparazione) con l'interesse dell'investitore a vedersi protetta la propria sfera di autonomia negoziale, si ritiene non possa condividersi l'ulteriore assunto, proposto dalla richiamata dottrina, per il quale là dove vi sia dolo sussista *de plano* l'ingiustizia del danno<sup>196</sup>.

---

<sup>194</sup> Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 164 ss.; ID., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 327; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss.

<sup>195</sup> Allo scopo, viene richiamato il passo di Cassazione Civile, SS. UU., 22/07/1999, n. 500, cit., per il quale il giudizio di contemperazione e valutazione degli interessi contrapposti non sia rimesso alla discrezionalità del giudice, ma debba esser condotto alla stregua del diritto positivo accertando 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 tal senso, G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 18; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss. Adopera riferimento alla necessità di effettuare una contemperazione tra contrapposti interessi, ed in particolare, la libertà di informazione e la tutela del mercato, anche E. CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 294, anche se con riferimento ad un'analisi di impatto regolatorio della scelta di introdurre una soluzione di *private enforcement* nel settore del rating.

<sup>196</sup> In tal modo argomenta G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 18 – 19; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., pp. 679 ss., il quale cita, a conforto, M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., p. 807. Medesima argomentazione viene riproposta da C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss., anch'ella citando Franzoni nei medesimi termini.

In verità, detto assunto appare esser vittima di un salto logico dovendosi ritenere che il dolo possa rilevare unicamente quale criterio di imputazione soggettiva dell'azione e non anche quale elemento capace di qualificare il danno quale ingiusto ed in grado di fissare, *ex se*, un interesse ritenuto meritevole di tutela dall'ordinamento.

Il predetto orientamento è sicuramente condivisibile nella parte in cui ritiene di individuare, quale posizione giuridica soggettiva oggetto di tutela, la lesione della libertà di autodeterminazione del singolo che, in tanto sussiste in quanto l'affidamento riposto nella valutazione dell'agenzia sia ragionevole (e non avventato, secondo l'applicazione dei principi di affidamento ed autoresponsabilità), mentre si ritiene non possa condividersi là dove ritiene che si possa, anche soltanto in via di astratta possibilità, adoperare una contemperazione con l'opposto presunto interesse dell'agenzia a vedersi tutelata la propria libertà di manifestazione del pensiero, non condividendosi l'idea che il rating possa esser equiparato ad un "pensiero" per le motivazioni già analizzate in precedenza.

Secondo altra parte della dottrina<sup>197</sup>, invece, l'investitore sarebbe titolare di un diritto fondamentale ad avere una informazione corretta, completa ed adeguata, diritto che sarebbe stato «*riconosciuto dal legislatore comunitario, dal legislatore*

---

<sup>197</sup> Cfr. L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 416; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 158; F. GRECO, *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Rivista di diritto bancario*, 11, 2013, pp. 4 – 5. Il riferimento alla esistenza di un diritto ad ottenere informazioni corrette viene realizzato, anche se senza alcuna velleità di argomentazione ulteriore, da C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss. In giurisprudenza, l'esistenza di un diritto ad ottenere una informazione esatta e corretta è controversa. In particolare, secondo un certo orientamento, datato, si potrebbe individuare unicamente un interesse alla corretta informazione da parte del destinatario della stessa, meritevole di tutela, mentre secondo altro orientamento nel nostro ordinamento vi sarebbe un vero e proprio diritto in tal senso. Per il primo orientamento, si veda Cassazione Civile, sez. III, 09 giugno 1998, n. 5659, *Molino c. Cassa risp. prov. Lombarde*, in *Danno e responsabilità*, 1998, p. 1048, secondo cui «*in tema di responsabilità per i danni derivanti dall'aver confidato sulla veridicità di informazioni ricevute, non è configurabile un diritto soggettivo all'esattezza dell'informazione richiesta, bensì solo un interesse giuridicamente protetto a non vedersi alterare o malformare la volontà per l'opera dolosa o colposa di un terzo, interesse configurabile alla stregua dell'art. 1439, comma 2, c.c. e tutelabile in sede aquiliana solo a seguito di un giudizio di comparazione con il contrapposto interesse del soggetto agente; tuttavia, nell'ambito dei rapporti bancari, le regole di trasparenza e di corretta gestione del credito comportano che l'imprenditore bancario, ove ritenga di (o sia tenuto a) fornire un'informazione, non può fornirla inesatta, dovendo altrimenti rispondere ai sensi dell'art. 2043 c.c. dei danni ingiustamente causati*». Per il secondo, Tribunale di Monza, 15 febbraio 1996, *Soc. Bonara c. Banca naz. lav.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1997, p. 512, secondo cui «*qualora la lesione del diritto alla libertà di contrarre e della aspettativa di adempimento sia consumata con violazione del fondamentale dovere di buona fede, nell'ambito di un rapporto caratterizzato dal diritto ad un'informazione (se non completa) almeno corretta e non fuorviante, si verifica una lesione della integrità del patrimonio, cosicché l'interferenza sull'altrui diritto di credito diviene fonte di un danno ingiusto e conseguentemente induce responsabilità extracontrattuale, a norma dell'art. 2043 c.c.*».

nazionale e finanche dalla Carta di Nizza dei diritti fondamentali dell'Unione europea».

Accanto al predetto “diritto ad avere una corretta informazione”, si accosterebbe, secondo alcuni<sup>198</sup>, il diritto all'integrità patrimoniale che potrebbe essere gravemente compromesso da investimenti condizionati dal giudizio delle agenzie.

Secondo altra dottrina, l'ingiustizia del danno subito dall'investitore consisterebbe nel «ragionevole (*rectius*, incolpevole) affidamento riposto da questi sulla regolarità del comportamento dell'informatore, qualificato dal suo status professionale e dagli obblighi di condotta su di esso gravanti proprio in quanto operatore qualificato»<sup>199</sup>.

In particolare, secondo questa prospettiva, la buona fede (oggettiva) della condotta dell'agente avrebbe funzione integrativa dell'illecito a posteriori, di guisa che l'affidamento (per l'effetto, ragionevole) sia da considerarsi un elemento idoneo ad integrare il criterio dell'ingiustizia del danno di cui all'art. 2043 c.c. ovvero il fondamento per il sorgere di una responsabilità extracontrattuale, seppur venata da profili di peculiarità.

Prima dell'emanazione, dapprima, del regolamento (CE) n. 1060/2009 e, di poi, del regolamento (UE) n. 462/2013, mancando una disciplina di settore che prescriveva specificatamente gli obblighi di condotta, in termini di correttezza, trasparenza e buona fede, delle agenzie di rating, la legittimità di detto affidamento veniva fatta discendere da altra normativa, la cui sottostante *ratio* si riteneva

---

<sup>198</sup> L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 416 – 417.

<sup>199</sup> Cfr. F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 561, secondo il quale esisterebbero «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». In particolare, l'Autore adopera riferimento al criterio dell'affidamento incolpevole contenuto nell'art. 1338 c.c. in cui l'interesse tutelato sarebbe quello dell'*interesse alla libertà negoziale*. Allo scopo viene, altresì, citato C. M. BIANCA, *Diritto Civile*, Milano, Giuffrè, III, 1984, p. 163, nonché R. SACCO, *Il contratto*, Torino, Utet, 1975, p. 919 e R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, P. Rescigno (diretto da), Torino, Utet, X, 1982, p. 502, secondo i quali la tutela risarcitoria prevista dallo stesso art. 1338 c.c. costituirebbe «una specificazione della fattispecie delineata dall'art. 2043». Accanto a detto criterio, l'Autore ritiene applicabile analogicamente l'ulteriore criterio di *destinarietà ragionevolmente prevedibile* di cui alla disciplina in tema di responsabilità da prodotti difettosi, al tempo contenuta nel D.P.R. n. 224/1988. Si veda sul punto, altresì, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 158; M. MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Roma, Edizioni del Mondo giudiziario, 2004, p. 152. Il diritto ad avere informazioni corrette, chiare e comprensibili è stato recentemente confermato con la modifica del Codice del Consumo ad opera del d. lgs. n. 21/2012 che tipizza gli obblighi informativi che il *professionista* deve adempiere prima di concludere un contratto con un consumatore, con la modifica degli artt. 48 e 49 del predetto codice.



sufficiente sostegno per una sempre affannosa *analogia legis*.

Ed in effetti, si faceva riferimento alla normativa in tema di responsabilità da false informazioni in prospetto informativo, di illecito dei revisori contabili, di informazioni errate ovvero false rese dagli amministratori di società di capitali al socio ovvero al terzo, nonché nella normativa europea in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato<sup>200</sup> in cui, si riteneva, poteva rinvenirsi l'enunciazione di rilevanza e meritevolezza, per l'ordinamento giuridico, di uno specifico interesse, consistente nella ricezione di informazioni economiche esatte da parte di soggetti capaci di ingenerare, in ragione del proprio *status*, un affidamento legittimo (e ragionevole).

Oggi, il regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal regolamento (UE) n. 462/2013, seguendo la tendenza alla tipizzazione delle forme di responsabilità (professionale) da informazione economica inesatta già in atto<sup>201</sup>, al suo art. 35 *bis* adopera esplicito riferimento al ragionevole affidamento quale situazioni giuridica soggettiva tutelabile, la cui prova della lesione sembrerebbe essere posta in capo all'investitore reclamante il danno.

In particolare, nel considerando 32 viene esplicitato come risulti essere «*importante prevedere un adeguato diritto al risarcimento del danno per gli investitori che si siano ragionevolmente affidati ad un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009*».

Nei richiamati testi normativi è dato leggere che obiettivo della legislazione è quello di «*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*»<sup>202</sup>.

Là dove, dunque, si decidesse di aderire all'orientamento che riconosce la responsabilità da illecito civile nell'ipotesi di danno da rating inesatto, la situazione giuridica soggettiva tutelata, ad oggi *de iure condito*, è quella del *ragionevole*

---

<sup>200</sup> Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 21 – 22; ID., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 328 ss.

<sup>201</sup> Evidenzia la predetta tendenza, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 156, il quale adopera riferimento alla normativa introdotta in tema di revisori contabili e responsabilità da prospetto.

<sup>202</sup> Cfr. art. 1, par. 1, regolamento (CE) n. 1060/2009, così come sostituito dall'art. 1, regolamento (UE) n. 462/2013.

*affidamento* riposto dall'investitore nella *expertise* delle agenzie che, per l'effetto, diviene elemento della fattispecie e non già fonte, esso stesso (*i.e.* atto ovvero fatto ai sensi dell'art. 1173 c.c.), dell'obbligazione risarcitoria.

In verità, si ritiene che la tutela dell'affidamento legittimo ovvero ragionevole altro non è che una forma, magari indiretta, di tutela della libertà di intrapresa e di tutela del risparmio.

In particolare, si ritiene che il principio di tutela del risparmio possa considerarsi interesse meritevole di tutela e, come tale, capace di colorare di ingiusto un danno eventualmente cagionato ad un investitore dalla valutazione erronea espressa dal *rater*<sup>203</sup>.

Il danno risarcibile consiste, nell'ipotesi, più frequente, del risparmio tradito, nella perdita (patrimoniale) della rendita del capitale investito ovvero, nelle ipotesi più gravi, nella perdita dello stesso capitale ovvero ancora di quota parte di esso<sup>204</sup>. In tal caso, assumerà rilievo, altresì, la perdita di *chance* consistente nell'aver impedito che quei danari potessero esser investiti in maniera diversa su prodotti che avrebbero avuto il rendimento su cui si avrebbe fatto affidamento in ragione del rating pubblicizzato e, come tale, il predetto danno dovrà essere risarcito ai sensi dell'art. 2056 c.c.<sup>205</sup>.

Nell'ipotesi più rara, il danno apprezzabile consisterà, altresì, nel mancato investimento in ragione di un voto di rating errato al ribasso. In tale ipotesi, tuttavia, vi è più di un dubbio che possa effettivamente apprezzarsi un danno sì fatto, tenuto conto che sul mercato si sarebbero comunque potuti trovare strumenti finanziari con tasso di interesse (e corrispondente indice di rischio) capace di soddisfare le esigenze dell'investitore.

In tali casi, seppur può considerarsi violata una situazione giuridica soggettiva, in astratto, consistente nell'aver inciso sulla libertà di iniziativa

---

<sup>203</sup> Tanto nonostante l'orientamento giurisprudenziale della Corte Costituzionale è nel senso di ritenere l'art. 47 della Costituzione disposizione con portata programmatica e non precettiva. La predetta giurisprudenza si è sviluppata soprattutto in tema di richieste di declaratoria di illegittimità costituzionale di norme "tributarie" che, in vario modo, introducevano una tassazione che, a dire del giudice remittente, potevano, in astratto, incidere sul risparmio, nonché in tema di legittimazione della pratica anatocistica. Si veda, in tal senso, *ex multis*, Corte Costituzionale, 04 luglio 2008, n. 254, *Unicredit Banca c. Fall. soc. Crestani costruz.*, *Foro italiano*, 10, I, 2008, col. 2728; Corte Costituzionale, 27 luglio 1982, n. 143, *Parracino e altro c. Pres. consiglio ministri*, in *Comm. trib. centr.*, II, 1982, p. 708. Per una rassegna delle decisioni della Corte Costituzionale in materia, si veda G. ARIOLLI, *La tutela del risparmio*, disponibile sul sito [www.cortecostituzionale.it](http://www.cortecostituzionale.it), *passim*.

<sup>204</sup> Cfr. L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 417; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss.

<sup>205</sup> Cfr. M. MARIANELLO, *La responsabilità civile dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 635 ss.

economica dell'investitore, in concreto mancherebbe la possibilità di individuare un danno effettivamente cagionato.

### 3. L'elemento soggettivo.

La condotta del *rater*, per esser fonte di responsabilità aquiliana, deve esser stata posta in essere con dolo ovvero colpa.

Nell'ambito dell'informazione economica e del danno derivante da erronee ovvero inesatte informazioni, la dottrina di metà '900 riconosceva la possibilità che l'informante, anche se istituto di credito, potesse rispondere delle false informazioni soltanto in caso di dolo, e ciò poiché una eccessiva esposizione a responsabilità dell'informante avrebbe pregiudicato la corretta distribuzione del rischio e la razionale contemperazione degli interessi sottesi<sup>206</sup>.

Col tempo, il progressivo aumento di obblighi informativi posti in capo agli intermediari bancari e finanziari, ha aumentato la sensibilità dell'interprete (e del legislatore) verso una maggiore responsabilizzazione (*i.e. accountability*) degli stessi.

Nel mercato del rating, il dolo si manifesta nell'ipotesi, solitamente meno frequente, in cui l'agenzia abbia intenzionalmente voluto trarre in inganno uno o più investitori al fine di sollecitargli (ovvero dissuaderlo dal)l'acquisto ovvero cessione di un prodotto finanziario<sup>207</sup> ovvero ancora allorquando l'agenzia abbia intenzionalmente "agevolato" l'emittente che ha commissionato il rating.

Ipotesi di dolo potrebbero esser riscontrate, infatti, proprio allorquando vengano violate le disposizioni normative previste in tema di conflitto di interessi<sup>208</sup> ovvero allorquando vi siano condotte, magari anche penalmente rilevanti, di dirigenti dell'agenzia di rating che manifestino un palese disinteresse per il rispetto delle metodologie previste per la raccolta e l'elaborazione dei dati ovvero per le

---

<sup>206</sup> Cfr. F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le Operazioni Bancarie*, G. B. Portale (a cura di), I, Milano, Giuffrè, 1978, p. 294.

<sup>207</sup> Si veda, in tal senso, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 410.

<sup>208</sup> Si veda, a titolo esemplificativo, il divieto di emissione di rating nei confronti di un emittente che abbia già avuto un rapporto contrattuale con l'agenzia di rating nei cinque anni precedenti ovvero al di là dei limiti indicati nei parr. 2 – 5 dell'art. 6 *ter*, regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, regolamento (UE) n. 462/2013, il divieto di remunerare ovvero valutare i dipendenti che partecipino alle attività di valutazione del merito creditizio ovvero alle prospettive di rating, nonché le persone che approvano i rating o le prospettive di rating sulla scorta dall'entità del fatturato che l'agenzia di rating del credito deriva dalle relative entità valutate o da terzi collegati (cfr. art. 6 *ter*, regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, regolamento (UE) n. 462/2013).

obbligazioni previste *ex lege* a carico delle stesse.

In ogni caso, il problema maggiormente avvertito attiene al regime dell'onere probatorio, con peculiare riferimento all'ipotesi della colpa, la quale si manifesterebbe allorquando l'attività di preparazione e diffusione del rating non fosse stata espletata in conformità ai criteri della diligenza, della prudenza e della perizia<sup>209</sup>.

Ed in effetti, secondo parte della dottrina<sup>210</sup>, si tratterebbe di una *probatio* resa quasi diabolica tanto dalla natura prognostica del giudizio di rating, atteso che oggetto di analisi non sia la qualità di un prodotto finito, ma il grado di probabilità di un evento futuro<sup>211</sup>, quanto dalla mancanza di trasparenza in ordine alle metodologie ed agli algoritmi utilizzati dagli analisti per formulare il rating.

La soluzione proposta dalla medesima dottrina appare condivisibile nella misura in cui ritiene di poter "aggirare l'ostacolo" attraverso l'utilizzo del meccanismo delle presunzioni di cui agli artt. 2727 ss. c.c., all'uopo richiamandosi agli orientamenti giurisprudenziali in tema di responsabilità della Pubblica Amministrazione per la lesione di interessi legittimi<sup>212</sup> che, ove mutuati,

---

<sup>209</sup> Cfr. L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 411, il quale rileva, come ipotesi di condotta "colposa" quelle in cui «i raters effettuino una valutazione positiva o negativa di un titolo senza una particolare accuratezza o precisione, ovvero in modo affrettato, ovvero senza considerare tutte le informazioni di cui possono disporre ed a prescindere dalla specifica competenza tecnica richiesta dalla fattispecie concreta, ovvero interpretando in modo scorretto i dati e le informazioni che hanno raccolto».

<sup>210</sup> Il rilievo è stato così proposto da P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 159. Si veda, altresì, U. BLAUROCK, *Control and responsibility of Credit Rating agencies*, cit., p. 17; A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., p. 124, secondo i quali l'imposizione in capo agli investitori «dell'obbligo di dimostrare l'elemento soggettivo in capo al rater costituisce, sul piano delle concretezze, un onere eccessivamente gravoso; per di più, specie se si ha riguardo alla compagine di investitori non professionali, l'identificazione delle logiche procedurali ed operative sulle quali si fonda la condotta (fuorviante) degli analisti risulterebbe quasi sempre un'impresa irrealizzabile».

<sup>211</sup> Nel caso di specie, trattasi del grado di probabilità che l'emittente adempia esattamente alle proprie obbligazioni alla scadenza, corrispondendo alla parte creditrice il dovuto per capitale ed interessi.

<sup>212</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 159 – 160 il quale cita TAR Lazio, 19 gennaio 2005, n. 1236 e Consiglio di Stato, sez. V, 10 gennaio 2005, n. 32, in *Danno e responsabilità*, 2005, pp. 327 ss. Da ultimo, adopera riferimento al meccanismo delle presunzioni al fine di fondare una domanda di risarcimento per danno cagionato dalla P.A. per lesione di un interesse legittimo, Consiglio di Stato, sez. III, 09 giugno 2014, n. 2896, *F.S.F.S. s.r.l. ed altro c. Ministero salute e altro ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 6, 2014, p. 11; Consiglio di Stato, sez. III, 05 giugno 2014, n. 2867, *M. ed altro ed altro c. Azienda ospedaliera B.M.M. ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 6, 2014, p. 4, in cui si ritiene che l'illegittimità dell'atto possa essere elemento presuntivo della colpa della P.A.; nello stesso senso, Consiglio di Stato, sez. III, 29 aprile 2014, n. 2202, *C.s.a.s. ed altro c. A.S.L. Na/3 ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 4, 2014, p. 42; TAR Napoli (Campania), sez. IV, 10 aprile 2014, n. 2061, *F.I. ed altro c. Ministero istruzione, università e ricerca ed altro ed altro*, in *Redazione Foro amministrativo*, 4, 2014, p. 246. Particolarmente significativa, per chiarezza espositiva, altresì TAR Catania (Sicilia), sez. I, 10 aprile 2014, n. 1064, *A.M. ed altro c. Comune di Rometta ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 4, 2014, p. 485, secondo cui «il

permetterebbero di presumere la condotta negligente ovvero imperita dell'agenzia di rating dinanzi ad indici quali la grave discordanza tra il voto di rating attribuito (positivo ovvero negativo) ed ilcorrelato dato fattuale contrario (*default* ovvero floridità aziendale) oppure la mancata valutazione di indici di rischio, come quello di mercato, diversi da quelli analizzati dall'agenzia ma che un operatore professionale medio avrebbe comunque rilevato<sup>213</sup>.

D'altro canto, detta opzione, volta ad allargare le maglie interpretative degli artt. 2727 ss. c.c., sarebbe conforme a principio di diritto oramai ritenuto quale dato acquisito dalla giurisprudenza, ossia quello di "vicinanza della prova", particolarmente utilizzato soprattutto in tema di prova della sussistenza del nesso causale tra fatto illecito e danno<sup>214</sup>.

La normativa europea, in tema di elemento soggettivo nelle azioni risarcitorie contro le agenzie di rating, richiede la sussistenza di condotta intenzionale ovvero di colpa grave nella violazione di uno degli obblighi previsti nell'allegato III al regolamento (CE) 1060/2009, purché detta violazione abbia inciso sul rating emesso dall'agenzia.

Orbene, di là dalla prova del nesso eziologico tra violazione e rating errato, di cui si dirà *infra*, qui si rileva che le violazioni vietate sono quelle connesse ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi ovvero operativi, quelle connesse

---

*privato danneggiato, ai fini di ottenere il risarcimento dei danni derivanti da lesione di interessi legittimi, ancorché onerato della dimostrazione della "colpa" dell'amministrazione, risulta agevolato dalla possibilità di offrire al giudice elementi indiziari – acquisibili, sia pure con i connotati normativamente previsti, con maggior facilità delle prove dirette – quali la gravità della violazione, qui valorizzata quale presunzione semplice di colpa e non come criterio di valutazione assoluto, il carattere vincolato dell'azione amministrativa giudicata, l'univocità della normativa di riferimento ed il proprio apporto partecipativo al procedimento. Così che, acquisiti gli indici rivelatori della colpa, spetta poi all'amministrazione l'allegazione degli elementi, pure indiziari, ascrivibili allo schema dell'errore scusabile e, in definitiva, al giudice, così come, in sostanza, voluto dalla Cassazione con la sentenza n. 500/99, apprezzarne e valutarne liberamente l'idoneità ad attestare o ad escludere la colpevolezza dell'amministrazione».*

<sup>213</sup> Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 338 – 339, il quale porta quale esempio di assenza di colpa in capo all'agenzia, nonostante il rating risultasse errato, quello del mutamento di un orientamento giurisprudenziale consolidato, per effetto della sentenza della Cassazione civile, 9 aprile 2003, n. 5552, in *Giurisprudenza italiana*, 2004, p. 559, in tema di prosecuzione automatica del contratto di *leasing* in caso di fallimento, i cui crediti fossero stati cartolarizzati ed i cui prodotti finanziari finiti fossero stati oggetto di rating. Discorrerebbe di responsabilità aggravata da colpa presunta, G. ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, intervento al seminario tenutosi in Roma, 30 gennaio 2013, in LUISS e citato da A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., pp. 125 – 126. Propone una semplice inversione della prova M. LAMANDINI, *Credit Rating Agencies (CRAs) and European Regulation*, in *European Company Law*, Vol. 6, Issue 3, 2009, p. 134.

<sup>214</sup> Si veda, in tema di illecito antitrust, da ultimo, Cassazione civile, sez. I, 28 maggio 2014, n. 11904, *Fondiarria S.A.I. s.p.a. c. P.N.*, in *Diritto & Giustizia*, 9 maggio 2014, nonché *infra* cap. 4, par. 3.1.

agli ostacoli all'attività di vigilanza e, da ultimo, quelle connesse alle disposizioni in materia informativa: tutte le predette violazioni debbono esser state commesse con intenzione ovvero con colpa grave affinché l'agenzia di rating possa fruttuosamente esser chiamata a rispondere in forza del richiamato art. 35 *bis*.

L'innalzamento della soglia di colpevolezza viene giustificato dalla particolare "complessità" dell'attività svolta dalle agenzie di rating che, in astratto, con un criterio di colpevolezza meno rigoroso, verrebbero esposte ad una responsabilità illimitata<sup>215</sup>.

Pare una scelta di politica del diritto che, come di evidenza, può essere condivisibile oppure no, ma che non importa particolari valutazioni di ordine tecnico<sup>216</sup>.

Il problema della possibilità di individuare una condotta colposa, di poi, si è posto con riferimento all'ipotesi in cui l'erroneità del rating derivi dall'erroneità delle informazioni rese dagli emittenti, ovviamente nell'ipotesi di *rating solicited*<sup>217</sup>.

In tali casi, secondo alcuni incomberebbe sul danneggiato provare 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 verificarne l'effettiva e concreta attendibilità<sup>218</sup>.

Prima che il regolamento (UE) n. 462/2013 modificasse il regolamento *CRA I*,

---

<sup>215</sup> Si veda, in tal senso, considerando 33, regolamento (UE) n. 462/2013, secondo cui «*tale criterio di colpevolezza (ossia, l'intenzionalità e la colpa grave) 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*».

<sup>216</sup> In dottrina si era già da tempo sostenuto che, là dove l'attività di rating fosse da considerarsi di natura intellettuale, sarebbero dovuti venire in considerazione i relativi criteri di responsabilità tra cui l'esonero dalla stessa in caso di colpa lieve, mentre, là dove si fosse considerato il rating quale un bene giuridico a sé stante, ed in particolare come un bene "informazione", ci si sarebbe dovuti confrontare con una responsabilità di tipo oggettivo, fondata, cioè, sull'assunto che il rating fosse un bene «*naturalmente difettoso*» poiché correlato al rischio finanziario che sarebbe intrinseco al processo di stima del merito creditizio dei soggetti operanti sul mercato e che di per sé ha un'incidenza rilevante sullo stesso. G. ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2, 2013, pp. 79 – 80 il quale, con riferimento all'ipotesi della responsabilità civile cita G. ALPA, *La responsabilità oggettiva*, in *Contratto e Impresa*, 2005, pp. 959 ss.; P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, Giuffrè, 1961, *passim*.

<sup>217</sup> Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 340 – 341.

<sup>218</sup> Si veda, in tal senso, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 162 – 163; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 340 – 341.

si riteneva che potessero venire in soccorso del danneggiante tutte quelle disposizioni normative che prevedevano obblighi di *disclosure* in capo al *rater* in ordine alle attività di verifica delle informazioni eventualmente effettuate ed in base alle quali il rating fosse stato emesso, evidenziandosi come la condotta tenuta dall'agenzia nell'assolvere a detti obblighi di verifica potesse esser utilizzata quale parametro per accertare se il rating fosse stato approntato in modo diligente<sup>219</sup>.

Si sperava, in ogni caso, che l'intervento del legislatore europeo introducesse un regime di onere della prova consimile a quello previsto dall'art. 23, comma sesto, T.U.F. per gli intermediari finanziari, prescrivendosi che fosse un onere del *rater* quello di dimostrare di aver agito con la specifica diligenza richiesta dalla peculiare tipologia di attività esercitata<sup>220</sup> ma, come visto, il predetto auspicio non è stato soddisfatto.

Con la modifica intervenuta nel 2013, è stato inserito l'onere per l'agenzia di rating di astenersi dall'emettere (ovvero ritirare) il rating nell'ipotesi in cui «*la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitino seri dubbi circa la capacità*» della stessa agenzia di emettere un rating credibile (cfr. allegato I, sezione D, parte I, paragrafo 4, al regolamento (CE) 1060/2009)<sup>221</sup>.

Ciò, ovviamente, importa, sul piano dell'elemento soggettivo, che, allorquando l'investitore abbia dimostrato uno degli elementi sintomatici della negligenza ovvero della imperizia, sia onere dell'agenzia di rating, che abbia interesse a far rilevare il dolo dell'emittente per ottenere l'esonero di responsabilità, dimostrare che non si versi in una delle ipotesi di cui all'allegato I, sezione D, parte I, paragrafo 4, al regolamento (CE) 1060/2009.

L'introduzione di detto onere ha ovviamente smorzato l'argomentazione,

---

<sup>219</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 162; F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 462.

<sup>220</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 162. Occorre evidenziare come la responsabilità di cui all'art. 23, comma VI, T.U.F. riguarda, per lo più, per la fase "contrattuale" del rapporto cliente – prestatore servizi di investimento. Sul punto, si veda, da ultimo Cassazione civile, sez. I, 19 ottobre 2012, n. 18039, *Gallotta c. Banca pop. Lodi*, in *Giustizia civile massimario*, 10, 2012, p. 1232. In dottrina, sul punto, A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 5, 2010, pp. 537 ss.

<sup>221</sup> Si veda, sul tema, F. GRECO, *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., p. 1461.

spesso utilizzata in dottrina<sup>222</sup>, per la quale il *rater* non potesse esser chiamato a rispondere allorquando avesse ottenuto informazioni errate dall'emittente poiché lo stesso non avrebbe i poteri ispettivi riconosciuti, ad esempio, al revisore contabile.

In verità, il potere-dovere di “non emettere” il rating, per l'effetto “reputazionale” che porta con sé, pare essere molto più incisivo di qualsivoglia potere ispettivo eventualmente riconosciuto alle società di revisione<sup>223</sup>.

Là dove l'agenzia di rating dovesse (ovvero, avesse dovuto) ritenere di avere necessità di ulteriori informazioni ma ometta di richiederle ovvero, pur richiedendole non le ottenga ed ugualmente emetta il rating sulla base di informazioni “parziali”, la stessa deve ritenersi esposta al rischio di responsabilità nel caso in cui il rating, poi, si riveli errato.

#### **4. La prova del doppio nesso di causalità tra scelta di investimento e rating, nonché tra illecito e danno. Il possibile correttivo della *fraud on the market theory*.**

L'approccio extracontrattuale impone che la parte che eccepisce di aver subito un danno fornisca prova non soltanto del nesso eziologico esistente tra violazione della normativa in materia ed il danno subito, bensì anche dell'ulteriore circostanza che quel determinato investimento sia stato realizzato (ovvero, non sia stato realizzato) in ragione del rating (errato, sia in eccesso che in difetto) emesso dall'agenzia.

Questo approccio parrebbe esser stato recepito anche dal legislatore europeo nell'art. 35 *bis*, regolamento (CE) n. 1060/2009, disposizione introdotta con il regolamento (UE) n. 462/2013<sup>224</sup>.

Con peculiare riferimento alla prova del nesso eziologico tra la scelta di investimento, ed il conseguente *ragionevole e diligente affidamento* dell'investitore, ed il rating emesso dall'agenzia, si è evidenziato, anche per tale profilo, l'oggettiva difficoltà di individuare parametri di condotta capaci di stabilire

---

<sup>222</sup> Cfr. L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., pp. 414 – 415.

<sup>223</sup> Ed in effetti, là dove l'emittente si rifiutasse di fornire le informazioni richieste dal *rater* e detta circostanza fosse “pubblicizzata” dalla stessa agenzia, ovviamente il “mercato” ne prenderebbe atto in termini di affidabilità dell'emittente stesso, con ogni consequenziale incidenza sul prezzo e sul tasso di remunerazione degli eventuali strumenti finanziari emessi.

<sup>224</sup> In particolare, il predetto art. 35 *bis* prevede, al paragrafo 1, che «un 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» ed al paragrafo 2 che «spetta all'investitore (...) 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».



un meccanismo di causalità diretta o, quanto meno, probabilistica tra detta scelta ed il rating.

In altre parole, l'investitore dovrebbe provare che l'affidamento riposto nella valutazione del *rater* sia stata ragionevole e diligente e che, là dove il rating fosse stato esatto, avrebbe investito ovvero disinvestito a condizioni diverse e più favorevoli<sup>225</sup>.

Una parte della dottrina ha proposto, nell'ipotesi di *default* dell'emittente, di ritenere provato il predetto nesso secondo canoni di regolarità causale, facendo riferimento alle presunzioni semplici *ex art. 2727*, dovendosi ritenere "normale" che l'investitore non avrebbe effettuato l'investimento se non vi fosse stata l'erronea valutazione sulla solvibilità dell'emittente<sup>226</sup>.

Altro orientamento<sup>227</sup>, nell'ipotesi di negoziazione effettuata nel breve lasso di tempo successivo all'emanazione del rating<sup>228</sup>, ha proposto di considerare il nesso eziologico tra detta emanazione di rating erroneo, negoziazione effettuata e conseguente danno subito dall'investitore, esistente *in re ipsa* in ragione della finalità «para-istituzionale» che sarebbe riconosciuta al rating dalla giurisprudenza che ne sanziona la mancata comunicazione da parte dell'intermediario all'investitore come una *sub specie* di violazione degli obblighi informativi<sup>229</sup>.

---

<sup>225</sup> Cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit. p. 817; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 335.

<sup>226</sup> In tal senso, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 817; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 335 – 336, il quale evidenzia come tale assunto non pare possa essere superato dalle «formule generalmente accompagnate dal 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 assegnato "in base al presupposto e al sottointeso che ciascun investitore farà le proprie ricerche e valuterà autonomamente ciascun titolo di cui prenda in esame la compravendita o la detenzione"» atteso che dette formule siano, di fatto, di stile; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., pp. 679 ss.; S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2000, pp. 1330 ss. secondo la quale l'attore non deve dimostrare di aver prestato affidamento su una particolare dichiarazione falsa ovvero ingannevole ovvero ancora 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 l'informazione di certe informazioni ha avuto un riflesso sul prezzo degli strumenti finanziari».

<sup>227</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 164.

<sup>228</sup> Soltanto in detto lasso temporale la presunzione di incidenza del rating sulla scelta dell'investitore potrà essere considerata "ragionevole". Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 164; G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 190.

<sup>229</sup> Sul punto, si veda *supra*, cap. 1. Adopera riferimento alla predetta circostanza anche G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 336; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., pp. 679 ss., anche se al sol fine di giustificare

Detta funzione, in particolare, permetterebbe di ricorrere al meccanismo presuntivo di sussistenza del nesso eziologico che potrà essere “spezzato” dal rater là dove fosse in grado di dimostrare l’intervento di fatti idonei quali, ad esempio, la circostanza che il rating fosse successivo alla negoziazione ovvero la non influenza, in concreto, del voto di rating sulla scelta dell’investitore mercé l’allegazione, dal valore evidentemente indiziario, della esistenza, nel portafoglio dell’investitore, di numerosi strumenti *speculative grade*<sup>230</sup>: in quest’ultimo caso, tuttavia, anche l’investitore con un’alta propensione al rischio potrà invocare la sussistenza di un nesso causale tra il rating errato e la non corretta formazione del prezzo richiedendo il risarcimento del danno derivante dall’acquisto di titoli ad un prezzo non corrispondente al loro valore intrinseco, poiché alterato, per l’appunto, dalla errata valutazione dell’agenzia<sup>231</sup>.

Là dove, nel corso del rapporto contrattuale tra l’investitore e l’emittente, l’agenzia di rating abbia provveduto a rivedere, migliorandone l’accuratezza, il rating del prodotto finanziario oggetto del predetto rapporto (solitamente attraverso il *downgrading* dello stesso), ci si chiede se detto fatto possa incidere sul nesso causale, interrompendolo ed incidendo, altresì, sulla quantificazione del danno, ovvero sulla sua stessa risarcibilità, alla stregua dell’art. 1227 c.c.<sup>232</sup>.

---

l’applicazione delle presunzioni semplici.

<sup>230</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 164; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., *passim.*; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 336; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 679 ss.

<sup>231</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 336 – 337; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 679 ss.

<sup>232</sup> In tali casi, ci si chiede se vi sia un onere di informazione continua da parte dell’investitore in ordine alle modificazioni che eventualmente dovessero interessare il rating del prodotto finanziario detenuto, nonché un suo dovere di vendita dei prodotti eventualmente oggetto di *downgrading*. Se, da un verso, non sembra potersi dubitare che siffatto obbligo gravi, di per certo e quanto meno sull’intermediario che presti servizi di gestione del portafoglio in applicazione dei generalissimi doveri di buona fede *ex art. 1375 c.c.* nell’ambito, per l’effetto, del correlato rapporto contrattuale, difficile è pretendere una tale *due diligence* in capo al singolo investitore *retail*. Ovviamente, detto appunto non è applicabile all’investitore professionale. Cfr. in tal senso G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 337; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 679 ss., secondo il quale «in ogni caso, in qualsiasi modo l’investitore abbia avuto conoscenza del deterioramento del rating, appare difficile ipotizzare un dovere, *ex art. 1227, 2° co., c.c., 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 fare non sia legittimato in base al principio di correttezza che caratterizza l’art. 1227, 2° co., c.c.; di conseguenza, si potrebbe sostenere che l’agenzia sarebbe legittimata ad invocare l’applicazione del 2° co. dell’art. 1227 c.c. solo nel caso in cui il risparmiatore, edotto del peggioramento del rating, avrebbe potuto vendere i titoli ad un prezzo non eccessivamente inferiore rispetto a quanto inizialmente pagato*»; M. MARIANELLO, *La responsabilità civile dell’agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., p. 656. Sugli obblighi di informazione continuativa in capo

La descritta struttura del complesso riparto dell'onere probatorio viene considerata maggiormente coerente con i principi in materia di responsabilità da informazioni inesatte rese da soggetto professionale ed al correlato rilievo assunto dal principio di “vicinanza della prova”, ossia della effettiva possibilità di una delle due parti processuali di offrirla<sup>233</sup> essendo, come di evidenza, particolarmente oneroso per l'investitore riuscire a fornir prova, ad esempio, della circostanza che la decisione sia stata adottata in via esclusiva ovvero prevalente in ragione del rating<sup>234</sup>.

In verità, i predetti orientamenti parrebbero trasporre, in maniera un po' variegata, la *fraud on the market theory* (nel prosieguo, *FOTM*) dall'ordinamento statunitense a quello nazionale.

In quell'ordinamento, la *FOTM* ha permesso agli investitori di non dover

---

all'intermediario nei confronti dell'investitore, si veda, F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014, p. 931 – 933, che commenta Corte di Appello di Roma, sez. I, 12 marzo 2014, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014, pp. 928 – 930, secondo cui detto obbligo graverebbe sulla banca negoziatrice anche là dove la stessa non si fosse impegnata a servire servizi di gestione del portafoglio cliente ovvero di consulenza e ciò in quanto troverebbero piena «attuazione le regole contenute nell'art. 26, comma 1, lett. e), Reg. Consob n. 11522/1998 (know your merchandise rule), nel combinato disposto degli artt. 21, comma 1, lett. b), TUF, e 28, comma 1, lett. a), Reg. Consob n. 11522/1998 (know your customer rule) e nell'art. 29, comma 1, Reg. Consob n. 11522/1998 (suitability rule). Trattasi dei doveri di informarsi ed informare, sussistenti sia nella fase prenegoziale che durante la fase esecutiva del relativo rapporto. In altre parole la previsione dell'art. 21, comma 1, lett. b) del TUF, nella parte in cui dispone che nella prestazione dei servizi di investimento gli intermediari debbano operare in modo che essi siano “sempre” adeguatamente informati, legittimerebbe un'estensione dell'obbligo di informazione. Nel dettaglio proprio l'avverbio sempre, lascerebbe pensare che gli obblighi informativi non possano mai ritenersi conclusi con l'esaurirsi del momento della negoziazione». In senso conforme, Tribunale di Roma, 25 maggio 2005, in *Contratti*, I, 2005, p. 795; Tribunale di Cosenza, 1 marzo 2006, in *Rivista del diritto commerciale*, 2006, II, p. 111. In senso contrario, in giurisprudenza, si veda cfr. Tribunale di Milano, 26 aprile 2006, in *Corriere giuridico*, 2006, p. 156; Tribunale di Bari, 7 novembre 2006, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Tribunale di Torino, 20 novembre 2012, su [IlCaso.it](http://IlCaso.it); Tribunale di Torino, 22 dicembre 2010, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2011, p. 1350; Tribunale di Novara, 23 giugno 2011, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Tribunale di Arezzo, 20 febbraio 2009; Tribunale di Parma, 9 gennaio 2008; Tribunale di Milano, 18 ottobre 2006; Tribunale di Modena, 20 gennaio 2006; Tribunale di Catania, 22 novembre 2005, tutti citati da F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*, cit., p. 932, nota 6.

<sup>233</sup> Per detta definizione, anche se in tema di responsabilità medica, si veda Tribunale di Firenze, sez. II, 21/11/2012, in *Rivista italiana medicina legale e diritto sanitario*, 2, 2013, p. 1129; Tribunale di Bari, 16/04/2012, n. 1308, *Pr. Vi. c. Asl Policlinico Bari*, in *Giurisprudenzabarese.it*, 2012; Cassazione civile, sez. III, 09/06/2011, n. 12686, *B. e altro c. Osp. Villa Salus Mestre*, in *Giustizia civile*, I, 3 – 4, 2013, p. 782; Cassazione civile, sez. III, 27 aprile 2010, n. 10060, *D. ed altro c. R. A. ed altro*, in *Giustizia civile massimario*, 4, 2010, p. 619; Tribunale di Bari, sez. II, 08 luglio 2009, n. 2300, *T.R. c. Osp. Bari e altro*, in *Giurisprudenzabarese.it*, 2009; Tribunale di Genova, sez. I, 09 maggio 2008, n. 1903, in *Guida al diritto*, 40, 2008, p. 57; Tribunale di Bari, sez. II, 17 aprile 2008, n. 981, in *Giurisprudenzabarese.it*, 2008; Tribunale di Milano, sez. X, 10 settembre 2007, *P.P. c. Fondaz. centro S. Raffaele*, in *Foro padano*, I, 3 – 4, 2007, p. 546. Per ulteriore giurisprudenza precedente, cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 336, nota 107; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., p. 679 ss.

<sup>234</sup> Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 336.

provare di aver fatto concreto affidamento sull'informazione rivelatasi falsa ovvero errata, in quanto si presume che tale informazione sia stata riflessa nei prezzi del titolo al momento della contrattazione<sup>235</sup>.

Nell'ordinamento statunitense, la *FOTM* è stata utilizzata per facilitare l'utilizzo dello strumento processuale della *class action* ai sensi della *Section 23(a)* del *Federal Rule of Civile Procedure*. Ed in effetti, in tal modo, si evitava che l'attore rappresentativo degli "interessi superindividuali" ovvero di classe dovesse fornire prova per ognuno degli investitori rappresentati dell'affidamento che singolarmente avessero dato all'informazione inesatta ovvero alla omessa informazione (che di contro, sarebbe dovuta essere fornita) al fine di prendere la decisione del se e come negoziare lo strumento finanziario<sup>236</sup>. Con la *FOTM* detto

---

<sup>235</sup> Sul tema, con riferimento all'azione *exSection 10b-5* del SEA, C. AMATUCCI, *La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6, 2012, p. 871, secondo il quale «*quel che (...) ancor oggi conferisce una sicura efficacia deterrente alle azioni promosse ai sensi della Sezione 10-b del Securities Exchange Act – e che, dunque, compensa in quell'ordinamento la riduzione del rigore prima rappresentata dalla regola della solidarietà – è la teoria della c.d. "fraud on the market", in base alla quale gli investitori non devono provare di aver fatto concreto affidamento sull'informazione sia stata riflessa nei prezzi del titolo al momento della contrattazione*»; P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, pp. 312 – 314, secondo il quale incombe sull'investitore l'onere di dimostrare che il mercato in cui l'azione è scambiata sia efficiente e ciò sulla base di determinati fattori rilevanti elaborati dalla giurisprudenza, onere che sarebbe tanto più agevole «*quanto più diffusi e scambiati sono i titoli oggetto dell'azione di classe*»; N. BRUTTI, *Responsabilità per danni agli investitori e scheme liability*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 9, 2008, pp. 1932 ss.; A. FRIGNANI, PAOLO VIRANO, *Le class actions nel diritto statunitense: tentativi (non sempre riusciti) di trapianto in altri ordinamenti*, in *Diritto dell'Economia e dell'Assicurazione*, 1, 2009, pp. 5 ss. Nella giurisprudenza statunitense, U.S. Supreme Court, *Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific Atlanta, Inc.* 552 U.S. (2008), 8, disponibile su <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/552/06-43>; U.S. Supreme Court, *Dura Pharms, Inc. v. Broudo*, 125 S. Ct. 1627 (2005), consultabile su <http://www.law.cornell.edu/supct/html/03-932.ZS.html>; U.S. Supreme Court, *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 243 (1988), 247, disponibile su <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/case.html>, quello che è considerato il vero *leading case*. Sul punto, si veda M. B. FOX, *Demistifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Business Lawyer*, 60, February, 2005, pp. 507 ss.; T. M. MÖLLERS, *The Progress of German Information Disclosure Requirements: A Comparative Law Prospective in Light of Recent Developments in European Capital Markets Law*, in *North Carolina Journal International Law & Commercial Regulation*, Vol. 30, 2004, pp. 279 ss.; P. GIUDICI, *Private Law Enforcement in a Formalist Legal Environment: The Italian Sai-Fondiararia Case*, in *ECGI Working Paper*, 94, 2008, p. 3, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1103985](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1103985); U. BLAUROCK, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, cit., p. 23; B. BLACK, *Fraud on the market: a criticism of dispensing with reliance requirements in certain open market transaction*, in *North Carolina Law Review*, 62, 1984, pp. 435 – 437, specialmente nota 5 per una rassegna della decisioni più datate della giurisprudenza di merito statunitense. Sull'applicazione della *fraud on the market theory* nell'ordinamento tedesco al particolare caso delle agenzie di rating si veda, B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence*, in *University of Oslo Faculty of Law Research Paper No.* 2013-02, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2198293](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2198293), pp. 6 e 20.

<sup>236</sup> Cfr. F. C. DUNBAR, D. HELLER, *Fraud on the market meets behavioral finance*, in *Dalaware Journal of Corporate Law*, 31, 2006, p. 458; B. BLACK, *Fraud on the market: a criticism of dispensing with reliance requirements in certain open market transaction*, cit., pp. 437, 439 – 440, secondo la quale «*the fraud on the market theory (...) has (...) developed to streamline*

onere veniva superato con la presunzione di affidamento.

In particolare, prima che la *FOTM* fosse utilizzata dalle corti statunitensi, si riteneva che l'investitore che sostenesse di esser stato danneggiato da informazioni inesatte ricevute da un professionista ovvero immesse nel mercato da un soggetto allo scopo abilitato dovesse fornire prova di ben quattro circostanze, ed in particolare: a) la materialità, consistente nella dimostrazione che l'informazione inesatta ovvero l'omissione fossero rilevanti per un investitore razionale; b) la consapevolezza, ossia che l'informatore avesse agito con una qualche intenzionalità; c) l'affidamento, consistente nella prova che la decisione dell'investitore di negoziare il titolo sia stata influenzata dalla informazione errata ovvero dalla omissione; d) la causazione del danno, ossia la dimostrazione che la falsa informazione ovvero l'omissione siano state la causa più prossima del danno (ovvero della perdita) dell'investitore<sup>237</sup>.

Nella nota controversia *Basic Inc. v. Levinson*, la Corte Suprema U.S. ha chiarito che l'acquisto ovvero la vendita, da parte di un investitore, di prodotti finanziari al prezzo di mercato viene realizzato facendo affidamento sulla correttezza del predetto prezzo e, poiché la maggior parte delle informazioni pubblicamente disponibili si riflettono sul prezzo di mercato, l'affidamento (*reliance*) dell'investitore sulle informazioni errate pubblicamente disponibili deve presumersi<sup>238</sup>.

Come ovvio, tale presunzione allevia sostanzialmente l'onere della prova in capo all'attore il quale non sarebbe più tenuto a provare che la sua decisione di

---

*securities fraud litigation to make it an appropriate vehicle for class actions*».L'Autrice sostiene che lo sviluppo della *FOTM* sia stato causato anche dall'aumentato successo accademico e giurisprudenziale della *efficient markets thesis*. Si rimanda ai richiamati scritti anche per la disamina dei requisiti necessari per avviare una *class action* ai sensi della citata normativa.

<sup>237</sup> Cfr. F. C. DUNBAR, D. HELLER, *Fraud on the market meets behavioral finance*, in *Dalaware Journal of Corporate Law*, 31, 2006, p. 458, secondo cui «prior to the fraud-on-the-market theory, the traditional burden of proof on plaintiffs in a securities fraud action was based on the common law theory of deceit. This required showing, among other things, the following: (1) materiality—whether the misstatement or omission was important to a reasonable investor; (2) scienter—whether defendants acted with some degree of intent; (3) reliance—whether the investor's decision to trade was affected by the omission or misstatement (also sometimes called transaction causation); and (4) loss causation—whether the misstatement or omission was the proximate cause of the loss to the investor».

<sup>238</sup> U.S. Supreme Court, *Basic Inc. v. Levinson*, cit., par. 29, secondo cui «an investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed». Il passo è citato, altresì, da L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle agenzie di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012, p. 466. Si veda, altresì, P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, pp. 257 – 258; F. C. DUNBAR, D. HELLER, *Fraud on the market meets behavioral finance*, cit., p. 460.

negoziiazione si sia basata sull'erronea (ovvero omessa) informazione fornita al mercato (condizione nota come *transaction causation*)<sup>239</sup>.

La *FOTM*, tuttavia, non è andata esente da critiche ed, in particolare, si è ritenuto che il tradizionale ricorso alla prova dell'affidamento (*reliance*) era giustificato dalla circostanza che siano proprio i cc.dd. *informed traders* ad essere interessati alla protezione offerta dai controlli sulla qualità dell'informazione, come può essere considerato l'*enforcement* della responsabilità civile, e non coloro che investano senza fare affidamento su ricerca ed analisi (cc.dd. *liquidy traders*) e che, per l'effetto, operino passivamente sul mercato<sup>240</sup>.

In altre parole, secondo detta critica, il riconoscimento del diritto al risarcimento del danno spetta unicamente a chi abbia scientemente omesso di realizzare le opportune ricerche in proprio affidandosi all'attività di ricerca realizzata da altri professionisti, nel caso di specie, le agenzie di rating, e non anche a chi quell'attività di ricerca non l'avrebbe comunque svolta<sup>241</sup>.

In questi termini, l'attribuzione del diritto al risarcimento del danno anche a questi ultimi importerebbe una sanzione eccessiva in un'ottica di deterrenza che determinerebbe un eccesso di prudenza in capo al *rater* con l'effetto di disincentivare l'emissione di rating ovvero l'emissione di rating eccessivamente orientati al ribasso.

In riscontro a detta censura è stato, d'altro canto, evidenziato come i cc.dd. *liquidy traders* spesso si rivolgano, per realizzare le proprie scelte di investimento, ad analisti finanziari ovvero agli intermediari, facendo affidamento sulle loro raccomandazioni e sulla correttezza delle informazioni che questi gli forniscono; in

---

<sup>239</sup> Cfr. L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle agenzie di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., pp. 466 – 467, secondo il quale «una tale presunzione è particolarmente importante negli Stati Uniti, perché consente di ritenere che ci sia una sufficiente commonality tra i partecipanti a un'azione di classe, e dunque che sussista una delle fondamentali condizioni necessarie perché l'azione sia certified, e possa procedere dopo lo stadio iniziale del giudizio»; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 258, secondo il quale siccome per l'accertamento della responsabilità ai sensi della Rule 10b-5 si richiede l'accertamento di un elemento intenzionale (*scienter*), molti autori hanno paragonato l'impiego della teoria della *FOTM* e il conseguente aumento delle sanzioni civili ad una forma di sanzione punitiva, assimilabile ai danni punitivi, giustificandone l'esistenza in termini, appunto, di deterrenza efficiente». In tal senso, lo stesso Giudici cita M. F. JOHNSON, K. K. NELSON, A. C. PRITCHARD, *In re Silicon Graphics Inc.: Shareholder Wealth Effects Resulting From the Interpretation of the Private Litigation Reform Act's Pleading Standard*, in *Southern California Law Review*, 73, 2000, p. 773 e p. 781.

<sup>240</sup> Si veda, sul punto, P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 259; P. G. MAHONEY, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Virginia Law Review*, 78, 1992, *passim* ed, in particolare, pp. 638 ss.

<sup>241</sup> Cfr. P. G. MAHONEY, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Virginia Law Review*, 78, 1992, pp. 638 ss.

generale, essi fanno affidamento sull'efficienza informativa del mercato che riduce i costi di transazione consistenti nel differenziale tra i prezzi in acquisto e quelli in vendita effettuati dai *market-makers*<sup>242</sup>. Da questo punto di vista, la diffusione di false informazioni avrebbe effetti consimili a quelli provocati dal fenomeno dell'*insider trading* atteso che il rischio di avere a che fare con un *insider* (nel caso di specie, l'analista finanziario ovvero l'intermediario) conduce ad un innalzamento dei predetti differenziali e, per l'effetto, dei costi di transazione<sup>243</sup>.

In generale, si ritiene che l'accuratezza delle informazioni aumenti l'efficienza allocativa dell'intero mercato e ciò giustificherebbe il riconoscimento del diritto di avviare azione risarcitoria anche in capo a soggetti che hanno fatto soltanto indirettamente affidamento sulle errate informazioni<sup>244</sup>.

In tal senso, chi si dichiara favorevole all'applicazione della teoria della *FOTM* ritiene che la sanzione civile debba commisurarsi ad un danno collettivo difficilmente misurabile ma, ciò nonostante, molto esteso: gli investitori, in altri termini, dovrebbero poter confidare sulla correttezza dei processi attraverso cui il mercato attribuisce il prezzo agli strumenti finanziari anche se gli stessi investitori

---

<sup>242</sup> Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 260; Z. GOSHEN, G. PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke Law Journal*, 55:711, 2006, p. 775, disponibile sul sito <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1279&context=dj>.

<sup>243</sup> Cfr. A. C. PRITCHARD, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, in *Virginia Law Review*, Vol. 85, N° 6, 1999, pp. 942 ss.; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 260, il quale illustra, tra l'altro, il dibattito interno alla *FOTM* circa le informazioni inesatte che non si riflettono necessariamente in una modifica del prezzo in ragione di altri fattori, quali, ad esempio, altre informazioni inesatte ma che incidano in senso contrario alle prime ovvero un ciclo favorevole del mercato. In tali casi, si evidenzia come si riconoscerebbe un potere ai giudici di accertamento di una sorta di danno "invisibile" (*phantom loss*), potere che, nel caso *Dura* deciso negli Stati Uniti, è stato fortemente ridimensionato. Nel predetto caso, infatti, la Corte Suprema ha rilevato come fosse infondata al richiesta di risarcimento del danno fondata unicamente sulla eccezione ed allegazione della falsa informazione e senza che venisse fornita prova del danno concretamente subito e della relazione causale tra questo e le informazioni inesatte. Sul punto, U.S. Supreme Court, *Dura Pharms, Inc. v. Braudo*, 125, S. Ct., 1627 (2005). In dottrina, sul punto, M. B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Journal of Corporate Law*, 31, 2005, p. 829; ID., *Understanding Dura*, in *The Business Lawyer*, 60, 2005, p. 1547; ID., *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Action*, in *The Business Lawyer*, Vol. 60, February 2005, p. 507; J. C. Coffee Jr., *Causation By Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in *The Business Lawyer*, 60, 2005, p. 533.

<sup>244</sup> Cfr. M. B. FOX, A. DURNEV, R. MORCK, B. YEUNG, *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: the New Evidence*, in *Michigan Law Review*, 102, 2003, p. 131; N. L. GEORGAKOPOULOS, *Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Markets: the Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, in *University Miami of Law Review*, 49, 1995, pp. 671 ss.; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 260; ID., *Il dibattito sulla limitazione di responsabilità delle società di revisione: la prospettiva italiana*, in *La Società per Azioni Oggi*, P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo (a cura di), Milano, Giuffré, 2007, p. 985.

non partecipino direttamente ai richiamati processi<sup>245</sup>.

Secondo un altro orientamento, l'utilizzo della *FOTM*, strettamente connesso con la *ECMH*<sup>246</sup>, non sarebbe utilmente esperibile, quanto meno nella sua versione tradizionale, alla luce degli studi di finanza comportamentale che documentano aspetti di irrazionalità nei comportamenti degli investitori, esplorando le implicazioni che dette deviazioni dalla razionalità comportano sul mercato finanziario<sup>247</sup>.

In termini teorici e generali, le critiche mosse dagli studiosi di finanza comportamentale potrebbero esser condivisibili in un'ottica di approfondimento e ripensamento delle basi della stessa *ECMH*, nonché al fine di verificare la possibilità che detti studi possano incidere sulle scelte regolatorie del legislatore comunitario più nella fase genetica del rapporto contrattuale che di quella rimediabile<sup>248</sup>.

Nel concreto, ossia scendendo nel dettaglio dell'analisi dell'incidenza del rating sul prezzo e sul tasso di remunerazione di un determinato strumento finanziario, nonché sulla conseguente incidenza dei richiamati dati economici sulle scelte di negoziazione degli investitori, occorre realizzare alcune considerazioni.

In via preliminare, occorre rilevare come esistono studi<sup>249</sup> che dimostrano come il rating ha un impatto quasi immediato sul prezzo e sul tasso di remunerazione di un prodotto finanziario.

Detta circostanza disvela come il rating quale "informazione finanziaria" venga quasi immediatamente recepito e digerito dal mercato esia, quindi, uno degli

---

<sup>245</sup> Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 261, il quale evidenzia come la circostanza che la *FOTM* esponga a rischi risarcitori elevati gli intermediari e, tra questi, anche le agenzie di rating, tanto da far discorrere di danni punitivi, giustificerebbe l'esistenza di proposte tese ad individuare dei limiti al danno risarcibile, al fine di temperarne il rigore. Cfr., sul punto, altresì, D. C. LANGEVOORT, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, in *Arizona Law Review*, 38, 1996, p. 639.

<sup>246</sup> Cfr. *supra*, nel testo, cap. ...., par. .... In questo senso, la *FOTM* assumerebbe, dunque, che in un mercato efficiente, quanto meno in forma semi-forte, i prezzi riflettano le informazioni disponibili e, pertanto, che le notizie false siano immediatamente riflesse nei prezzi sulla base dei quali gli operatori assumono le proprie decisioni di negoziazione sul mercato secondario. In tal senso, P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 257, nota 123.

<sup>247</sup> Cfr. B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence*, cit., p. 20; W. O. FISHER, *Does the efficient market theory help us do justice in a time of madness?*, in *Emory Law Journal*, vol. 54, 2005, p. 847 ss., disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2294975](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2294975); F. C. DUNBAR, D. HELLER, *Fraud on the market meets behavioral finance*, cit., p. 471.

<sup>248</sup> Riprova della predetta circostanza è l'incidenza che parrebbe aver avuto la dimensione comportamentale nella predisposizione della direttiva n. 2011/83/UE, recepita in Italia di recente con d.lgs. n. 21/2014, in tema di tutela del consumatore.

<sup>249</sup> Cfr. N. LINCiano, *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2004, *passim*.



elementi in grado di incidere sul prezzo.

Di poi, la circostanza che l'investitore adoperi riferimento principalmente al prezzo, nonché al tasso di remunerazione di uno strumento finanziario, è uno di quei fatti notori che rientrano nella comune esperienza e che, per quanto possa soffrire di eccezioni, lascia comunque aperta la strada delle presunzioni semplici.

In tal senso, significativa è la recente sentenza della Corte Suprema statunitense nel caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*<sup>250</sup> che, dopo aver confermato l'impianto argomentativo utilizzato nel *leading case* *Basic Inc. v. Levinson*, ha, tuttavia, evidenziato come la persona convenuta in giudizio possa sempre dimostrare che le presunte false informazioni, ovvero le informazioni omesse, non avrebbero avuto un impatto significativo sul prezzo di mercato.

Per l'effetto, la *FOTM* sembrerebbe, in quell'ordinamento, produrre quella che nell'ordinamento processual-civilistico italiano sarebbe una presunzione *iuris et de iure* di affidamento dell'investitore nella correttezza del prezzo e nel tasso di interessi di un determinato prodotto finanziario, capace, dunque, di contenere tutte le informazioni presenti sul mercato, nonché una presunzione *iuris tantum*, di incidenza della informazione (errata ovvero omessa) sul prezzo stesso.

La *FOTM* sembrerebbe, tuttavia, incompatibile con il regime probatorio previsto dall'art. 35 *bis*, regolamento (CE), n. 1060/2009, sì come modificato dal regolamento (UE), n. 462/2013, il quale prevede che l'investitore possa richiedere il risarcimento dei danni ai sensi di detto articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'art. 5 *bis*, comma primo, ovvero, 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.

Detta disposizione pone, come di evidenza, rilevanti problemi, disattendo quelle che erano le indicazioni fornite dalla Commissione nell'ultima versione della proposta di regolamento n. 2011/0361 (COD), maggiormente vicine all'impianto

---

<sup>250</sup> Cfr. U.S. Supreme Court, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*, No. 13-317, 2014, WL 2807181 (U.S. June 23, 2014). Sul caso, si veda N. MORGAN, C. MCELROY, T. DUARTE-SILVA, *Halliburton Fallout: Fate of the "Efficient Market" Hypothesis and Event Studies in Securities Litigation*, in *Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation*, Vol. 20, Issue 5, July 10, 2014, p. 3, i quali evidenziano le critiche mosse all'interno della sentenza da parte del giudice Thomas alla *EMCH* secondo il quale non tutte le informazioni vengono assorbite dal mercato con la medesima velocità ed, in ogni caso, non sempre l'incorporazione di dette informazioni avviene con accuratezza.

argomentativo della *FOTM*<sup>251</sup>.

*In primis*, particolarmente problematico risulta l'onere gravante sull'investitore di dimostrare di *aver riposto ragionevole affidamento* nella misura in cui viene collegato con un obbligo imposto in capo a quelle che sarebbero, normalmente, le sue controparti contrattuali<sup>252</sup> di non affidarsi unicamente al rating, previsto dal richiamato art. 5 *bis*, regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal regolamento (UE) n. 462/2013.

Detto collegamento, infatti, non vien meglio specificato.

Ed in effetti, non è esattamente chiarificato come un obbligo incumbente sull'intermediario possa incidere sull'affidamento (fondato) dell'investitore sulla correttezza del rating del credito che, tra l'altro, potrebbe essere stato utilizzato anche a fini regolamentari e che, con molta probabilità, possa aver già avuto modo di incidere sul prezzo e sul tasso di remunerazione, soprattutto nel caso dei prodotti strutturati (come i *CDOs*)<sup>253</sup>.

Tanto senza sottacere che l'art. 35 *bis*, comma secondo, prevede, in capo all'investitore l'onere della prova di aver fatto affidamento al rating, in ogni caso, con la *dovuta diligenza*.

## 5. Il danno in concreto risarcibile.

Esaurita l'analisi degli elementi costitutivi dell'illecito civile in tema di rating, nella prospettiva aquiliana, resta comunque da superare lo scoglio della prova del danno in concreto risarcibile all'investitore che lamenti d'aver effettuato una

---

<sup>251</sup> Nella predetta proposta, si prevedeva che l'investitore avesse l'onere unicamente di provare fatti dai quali si potesse dedurre che un'agenzia di rating del credito avesse commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, ponendo, di poi, a carico dell'agenzia l'onere di dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non abbia avuto un impatto sul rating emesso. Nei primi commenti alla predetta proposta, si evidenziava come il predetto bilanciamento dell'*onus probandi* potesse confliggere con l'esigenza del *rater* di mantenere segrete alcune informazioni ovvero i metodi attraverso cui venissero elaborate le valutazioni. Sul punto, si veda B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, *White Paper Series No. 1* del SAFE, 2013, p. 13.

<sup>252</sup> In particolare, l'art. 5 *bis*, richiamato dall'art. 35 *bis*, adopera riferimento, a sua volta, all'art. 4, par. 1, che indica, tra i soggetti tenuti ad utilizzare, a fini regolamentari, solo rating emessi dalle agenzie riconosciute dal regolatore europeo, 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; tutti soggetti che, normalmente, sono mere controparti contrattuali dell'investitore eventualmente danneggiato dal rating errato.

<sup>253</sup> La critica venne avanzata già in occasione della bozza di regolamento presentata nel 2011 ed approvata nel gennaio 2013 dal Parlamento Europeo, da A. HUBLET, J. M. GOLLIER, *Liability of credit rating agencies: a European draft*, in *Eubelius*, 2013, p. 1. Gli autori evidenziano, infatti, «one wonders how, in view of the increasing complexity of financial instruments (*CDOs*, for example), an investor will be able to do anything other than rely on credit ratings».

negoziiazione, rivelatasi per l'appunto foriera di pregiudizio patrimoniale, in ragione di un rating errato.

La dottrina maggioritaria, in assenza di indicazioni giurisprudenziali specifiche, ha suggerito di utilizzare, per detta fattispecie di danno, i medesimi criteri di quantificazione utilizzati dalla prassi in tema di pregiudizio subito dall'investitore a causa della violazione dell'obbligo di informazione da parte dell'intermediario<sup>254</sup>.

Per l'individuazione del danno emergente, nel caso di vendita a seguito di *default* anche e nonostante il rating fosse *investment grade*, il danno emergente sarà individuato dal valore della differenza tra l'importo impiegato per l'investimento e quello minore cui l'investitore sia stato necessitato a vendere gli strumenti finanziari a seguito del *default*, eventualmente detraendosi l'importo delle cedole percepite<sup>255</sup>.

Nel caso, invece, in cui l'investitore disinvesta (investitore attuale) ovvero ometta di investire (investitore potenziale) in ragione di un *downgrading* errato, e di là dalla responsabilità cui si espone l'agenzia di rating nei confronti dell'emittente, il danno si concreterebbe nel mancato investimento nell'ipotesi, per lo più di scuola, in cui il rating errato occulti una buona condizione patrimoniale dell'emittente, ovvero dei solidi rapporti di credito sottostanti il prodotto finanziario<sup>256</sup>.

Tuttavia, mentre nell'ipotesi dell'investitore che abbia disinvestito, in tal modo subendo una perdita in ragione del rating erroneamente declassato, il danno emergente si apprezza sempre nel valore differenziale tra il valore di acquisto e quello di vendita dello strumento finanziario, nell'ipotesi dell'investitore c.d. potenziale si tratterà unicamente di soddisfare il danno da perdita di *chance*.

---

<sup>254</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 167; G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 180.

<sup>255</sup> In tal senso, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 167; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss., secondo la quale «il danno patrimoniale di cui l'investitore pretende il risarcimento può consistere, quindi, nell'importo impiegato nell'investimento in questione detratto l'eventuale valore residuo dei titoli (e di eventuali importi medio tempore percepiti dall'investitore) oppure, ancora, nella differenza tra il prezzo di acquisto dei titoli e quello (minore) al quale l'investitore sia costretto a dismettere i medesimi in seguito al default»; A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., pp. 253 ss.

<sup>256</sup> Si veda, in tal senso, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, ESI, 2000, p. 208; EAD., *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Roma, CERADI, Luiss, disponibile sul sito <http://www.adusbef.veneto.it/veneto/azioneperdanniaudizione-Bruno.pdf>, p. 1.

Sul punto, si rileva come sia decisamente più complesso risarcire il lucro cessante conseguente alla perdita di occasioni più favorevoli dal punto di vista economico e che, pertanto, si ritiene debba essere risarcito secondo i criteri previsti dall'art. 2056 c.c.<sup>257</sup>

Tranne che nella ipotesi in cui l'investitore è in grado di dimostrare di aver subito la perdita di una opportunità concretante specifico vantaggio economico, mercé allegazione dettagliata dei fatti e delle correlate fonti di prova<sup>258</sup>, di solito il predetto danno si ritiene possa essere parametrato al rendimento atteso di un prodotto finanziario adeguato al profilo di rischio dell'investitore.

In tali ultimi casi, come di evidenza, la prova della remuneratività degli strumenti finanziari sui quali si sarebbe investito è fondata su un dato, considerato tendenzialmente aleatorio, atteso il rischio insito in qualsivoglia strumento finanziario<sup>259</sup>, nonché su una valutazione necessariamente prognostico-probabilistica<sup>260</sup>.

In particolare, la giurisprudenza più recente, in materia, richiede una prova specifica, da parte del danneggiato, sia della categoria di investitore cui poter essere associato attraverso l'allegazione della composizione del proprio portafoglio titoli, sia prova della circostanza per la quale, là dove fosse stato realizzato un investimento conforme alla categoria di investitore, lo stesso avrebbe ragionevolmente prodotto un determinato rendimento<sup>261</sup>.

---

<sup>257</sup> Cfr. M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 635 ss.

<sup>258</sup> Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, alla impossibilità di utilizzare il danaro investito per l'acquisto di un immobile. Si veda F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., p. 538; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 635 ss.

<sup>259</sup> Si veda, in tal senso, Tribunale di Milano, sez. VI, 07 marzo 2008, n. 2969, secondo cui «è da respingersi la domanda volta ad ottenere dalla banca il risarcimento del danno per lucro cessante corrispondente alla remuneratività di investimenti alternativi, rilevandosi che in considerazione del rischio insito negli investimenti in strumenti finanziari non è assolutamente certo che l'attore – cliente avrebbe conseguito da un altro investimento, la cui natura e tipologia non ha in alcun modo indicato specificatamente, un sicuro reddito».

<sup>260</sup> Cfr. M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 635 ss.

<sup>261</sup> Si veda, sul punto, Tribunale di Milano, sez. VI, 11 luglio 2013, n. 6324, *L.C.C. c. Banca Monte Paschi di Siena*, disponibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo cui «la domanda di risarcimento per lucro cessante introdotta dagli attori sul presupposto del danno ricevuto in ragione degli acquisti contestati, non merita accoglimento, essendo del tutto sfornita di qualsiasi riscontro probatorio. Ed invero, gli attori non hanno, in primo luogo, dimostrato la composizione del loro portafoglio titoli per poter dedurre, con ragionevole verosimiglianza, quali sarebbero stati i possibili investimenti alternativi, laddove (gli attori) non avessero destinato le somme richieste nei titoli caduti in default. Né, in secondo luogo, soccorrono elementi presuntivi in proposito, non potendosi desumere elementi di qualsivoglia natura degli investimenti in questione: in altri termini, non è che gli investimenti oggi contestati possano anche costituire il presupposto per ritenere

Se, da un lato, si ritiene possa essere apprezzato lo sforzo di rendere quanto più “effettivo”, in un’ottica riparatoria, il rimedio risarcitorio, d’altro canto detto approccio non garantisce il soddisfo di pregiudizi il cui *onus probandi* è spesso difficile da assolvere e per i quali potrebbe venire in soccorso, fruttuosamente, la valutazione equitativa del danno *ex art.* 1226 c.c. dovendosi ritenere improbo l’obiettivo di ripristinare lo *status quo ante* del danneggiato<sup>262</sup>.

Da ultimo, si evidenzia come, là dove si dovesse ritenere che la responsabilità del *rater* nei confronti dell’investitore debba esser tratta come quella del *qualunque* ovvero del *passante*, non possa trovare applicazione il limite alla risarcibilità dei danni non prevedibili *ex ante* di cui discorre l’art. 1225 c.c.

Sul punto, a fronte di un minoritario orientamento che, imputando la mancata riproduzione in sede aquiliana della regola di cui all’art. 1225 c.c. ad una mera svista del legislatore, riconoscerebbe l’applicabilità della stessa anche in detta

---

*assicurato un rendimento eguale a quello garantito dalle obbligazioni Parmalat e da quelle emesso dalla Repubblica argentina». Ritiene utilizzabile il criterio della “specificità natura dell’investitore”, nonché della composizione del relativo portafoglio, anche M. MARIANELLO, *La responsabilità dell’agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 635 ss.*

<sup>262</sup> Cfr., sul punto, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 168. Detta via, d’altro canto, non è del tutto sconosciuta alla giurisprudenza di merito. Si veda, in tal senso, Tribunale di Verona, 23 dicembre 2008, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo cui «il danno da mancato guadagno causato dalla violazione dei doveri informativi, ove possa ritenersi provato che l’investitore avrebbe destinato il capitale a più sicuri investimenti in titoli di stato, può essere liquidato, tenuto conto dell’intrinseca aleatorietà degli investimenti in strumenti finanziari, in via equitativa nella misura del 3,5 per cento annuo dal compimento delle operazioni alla pronuncia della sentenza»; Tribunale di Milano, 13 novembre 2008, n. 13420, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo cui «ai fini della determinazione del danno subito dall’investitore in seguito ad una operazione inadeguata, il danno da lucro cessante può essere determinato da un lato tenendo conto del rendimento degli strumenti nei quali gli investitori erano soliti investire e dall’altro dell’intrinseca aleatorietà dell’investimento in strumenti finanziari. (Nella specie, il danno in questione è stato liquidato nella misura del 3,5% annuo dai singoli addebiti in conto)». In talune circostanze, il parametro di riferimento è stato quello del rendimento dei titoli di Stato: cfr., in tal senso, Tribunale di Roma, sez. III, 3 ottobre 2007, n. 19718, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). In dottrina, si veda L. DE SIMONE, *Conseguenze dell’illecito: effetti restitutori e risarcimento del danno*, in *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, S. Amorosini, A. P. G. Demarchi (a cura di), 2009, p. 396; A. PEPE, *La giurisprudenza sulla responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Il corriere giuridico*, I, 2008, p. 123, il quale suggerisce di considerare «gli eventuali ulteriori investimenti più sicuri realizzati in caso di adeguata informazione da parte dell’intermediario, ad esempio facendo una media dei tassi medi degli investimenti in BOT, CCT, fondi monetari, fondi obbligazionari, fondi bilanciati»; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 400, il quale suggerisce di individuare un paniere di prodotti con caratteristiche simili a quelli oggetto del contratto invalido, attribuendo, in tal modo, ai singoli investitori un indice di redditività del capitale corrispondente all’esperienza, propensione al rischio ed obiettivi di investimento. Si veda, altresì, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 817, secondo la quale «l’investitore potrebbe (...) fare riferimento al rendimento medio della restante parte del proprio portafoglio di investimento, ovvero al rendimento che sarebbe derivato da un investimento in titoli analoghi a quelli oggetto del default o, infine, in titoli di stato»; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell’agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 635 ss.

area<sup>263</sup>, il condivisibile orientamento maggioritario ritiene che la struttura della norma sia necessariamente adattata alla fattispecie obbligatoria e, come tale, non espandibile al torto.

Ed in particolare, viene dapprima valorizzato il dato letterale della norma che prevede che la valutazione di prevedibilità dei danni debba condursi rispetto al «tempo in cui è sorta l'obbligazione»<sup>264</sup> e, di poi, evidenziato come la delimitazione dello sforzo esigibile debba limitarsi ai rischi tipicamente connessi col debito assunto e non collegati alle caratteristiche del creditore, rendendo, in tal modo, equilibrato il rapporto obbligatorio<sup>265</sup>.

## **6. L'approccio aquiliano nella giurisprudenza di merito nazionale e gli effetti in tema di giurisdizione applicabile.**

Le prime pronunzie in tema di responsabilità delle agenzie di rating si sono orientate per l'adesione all'approccio aquiliano.

Di là dalla decisione del Tribunale di Roma<sup>266</sup>, non condivisibile nella misura in cui equipara il rating ad una opinione, espressione della libertà di manifestazione

---

<sup>263</sup> Cfr. F. GIARDINA, *Responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale. Significato attuale di una distinzione tradizionale*, Milano, Giuffrè, 1993, p. 155.

<sup>264</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 37, secondo il quale «la circostanza che il legislatore abbia ritenuto di individuare il momento rilevante per la prognosi dei danni proprio nel momento della contrazione del debito – piuttosto che, ad esempio, in quello successivo, dell'inadempimento – rileva indiscutibilmente un preciso nesso fra prevedibilità ed obbligazione». Nello stesso senso, P. TRIMARCHI, *Sul significato economico dei criteri di responsabilità contrattuale*, in *Rivista trimestrale procedura civile*, 1970, pp. 520, 530.

<sup>265</sup> In tal senso, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 38 il quale individua, altresì, l'origine storica della introduzione della predetta regola nella esigenza di contenimento della responsabilità del debitore nel mutato contesto economico – sociale. Non si era più dinanzi ad un'economia chiusa di tipo curtense in cui il danno si traduceva nella esigenza di ristoro del contraente il cui bisogno di consumo era rimasto insoddisfatto, ma dinanzi ad un'economia c.d. di mercato il cui scambio aveva la funzione di introdurre il bene o il servizio in un circolo produttivo, di guisa che il danno si riverberava su tutto il sistema, provocandone il disequilibrio.

<sup>266</sup> Cfr. Tribunale di Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013, pp. 181 – 182, secondo cui «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». In senso critico rispetto alla predetta decisione, si veda M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013, pp. 190 – 191; F. GRECO, *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in cit., p. 6.

del pensiero, da segnalarsi sono gli sforzi argomentativi realizzati dalle altre due decisioni di merito intervenute sul tema e, segnatamente, quella del Tribunale di Milano e Catanzaro.

La prima<sup>267</sup> riguarda il contenzioso avviato dall'amministratore straordinario, dott. Enrico Bondi, della Parmalat S.p.A. e della Parmalat Finanziaria S.p.A. nel 2005 nei confronti delle agenzie di rating The McGraw-Hill Companies S.r.l. e The McGraw-Hill Companies S.a., due società, la prima di diritto italiano, la seconda di diritto francese, controllate dalla più nota Standard & Poor's, per i danni cagionati alla Parmalat S.p.A. ed alla Parmalat Finanziaria S.p.A. per l'inadempimento ai contratti di rating sottoscritti tra il 2000 ed il 2003 in ragione dell'errato rating emesso per le obbligazioni parmalat che avevano portato ad una esposizione dell'intero gruppo "Parmalat" nei confronti del ceto creditorio non coerente con la situazione finanziaria dello stesso gruppo tanto da condurre ad uno scoperto nei confronti degli obbligazionisti superiore ai quattro miliardi di euro. La domanda risarcitoria veniva avanzata anche nell'interesse della massa creditoria delle società.

La predetta decisione, tuttavia, dichiarando il difetto di legittimazione attiva dell'amministratore straordinario ovvero del curatore rispetto alla domanda risarcitoria posta nell'interesse del ceto creditorio, non si esprime sulla natura della responsabilità del *rater* nei confronti dei terzi.

Detta decisione, tuttavia, nel prendere posizione sulla responsabilità contrattuale dell'agenzia nei confronti del proprio cliente, offre numerosi spunti di riflessione.

*In primis*, si evidenzia come, nell'ambito dei rapporti che si instaurano con la conclusione di un contratto di rating, il fascio di interessi che si sviluppano ne comprende sì tanti da render difficile individuare un piano di corrispettività tipicamente incentrato su "interesse ad un rating elevato" – "pagamento del prezzo".

Ed in effetti, proprio la capacità del rating di incidere sui diversi piani di organizzazione ed indirizzo nelle scelte strategiche della società cliente, come quella di immettere nel mercato determinate obbligazioni, non permette di individuare un interesse che, in maniera univoca, sia ascrivibile quale "interesse societario" se non quello, di fatto coincidente con l'interesse del mercato (e quindi,

---

<sup>267</sup> Cfr. Tribunale di Milano, 1 luglio 2011, n. 8790, G.U. Dott.ssa Brat, *Parmalat S.p.A. c. The McGraw-Hill Companies S.r.l. e altri*, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013, pp. 178 – 181.

anche dei terzi), di ottenere una valutazione quanto più corretta e veritiera possibile<sup>268</sup>.

*In secundis*, la decisione *de qua* chiarisce, altresì, l'incidenza del concorso di colpa del cliente (emittente) nell'elaborazione di un rating inesatto in ragione delle errate e/o false informazioni rese dallo stesso.

Ebbene, sul punto e di là dai rilievi specifici del caso concreto, il Tribunale lombardo rileva come le parti non erano su un piano di professionalità parificabile atteso che Parmalat era un'azienda privata mentre S&P, ovvero le sue controllate, era da considerarsi «*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 (...), di guisa che disponesse, 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*».

Detto dato assume un significato ulteriore se decontestualizzato dalla decisione in esame e lo si applichi alla responsabilità del *rater* nei confronti dei terzi: ed in effetti, la professionalità e (presunta, in senso tecnico) impermeabilità dell'agenzia di rating rispetto alle inesatte e/o false informazioni del proprio cliente, importa che questa non possa esser scriminata nei confronti dei terzi adducendo la colpa dell'emittente, salvo non provi che al momento della valutazione e

---

<sup>268</sup> Ed in effetti, allorché il giudice ambrosiano si è dovuto confrontare con la definizione di “interesse dell'altra parte” (della Parmalat S.p.A. nel caso di specie) ai sensi dell'art. 1455 c.c., ha rilevato come detto interesse deve intendersi come quello al corretto, puntuale, diligente e perito svolgimento della prestazione professionale e possa essere interesse materiale quanto ideale, non potendo essere, in ogni caso, 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 e ciò 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 aziendali, anche non trasparenti, non la ritenesse 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*».



successivamente, la erroneità e/o falsità non fosse conoscibile utilizzando la diligenza professionale prevista dall'art. 1176, comma secondo, c.c.

La seconda sentenza, segnatamente del Tribunale di Catanzaro<sup>269</sup>, dopo aver ripercorso i riferimenti normativi, *de iure condendo* (al tempo, ovviamente, non ancora applicabili *ratione temporis*), del regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché, *de iure condito*, i riferimenti disciplinari del codice IOSCO e rilevato l'importanza che il rating ha assunto nelle decisioni degli investitori, individua, rifacendosi pedissequamente al ragionamento adottato da certa dottrina<sup>270</sup>, il danno nella perdita patrimoniale subita dall'investitore e la posizione giuridica soggettiva da tutelarsi nella lesione della libertà contrattuale di questi, «*giacché l'agenzia, con l'emanazione di un rating errato, ha interferito 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*»<sup>271</sup>.

Sul fronte del nesso di causalità, il Tribunale di Catanzaro, sconfessando l'orientamento dottrinario da cui aveva preso le mosse, ritiene di non condividere (l'invero, condivisibile) invito a considerare *in re ipsa* sussistente il nesso causale<sup>272</sup> e di utilizzare il principio di vicinanza della prova al fine di onerare l'agenzia di rating dal provare fatti da cui si possa evincere l'insussistenza di un rapporto causale (quali, ad esempio, l'esistenza di altri titoli particolarmente rischiosi nel portafoglio del cliente che ne potrebbero far desumere l'alta propensione al rischio), sicché richiede all'investitore la prova della circostanza «*che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario poi risultato negativo*».

Di più, il Tribunale calabrese richiede all'investitore, altresì, di provare, sotto un profilo soggettivo, che la società di rating abbia «*emesso (o omissa di rivedere) un giudizio che non rispecchia la situazione economico-patrimoniale-finanziaria*

---

<sup>269</sup> Cfr. Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 584, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013, pp. 183 – 186.

<sup>270</sup> Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., *passim*. dal quale vengono represe la maggiorparte delle argomentazioni.

<sup>271</sup> Nondimeno, nel riferirsi all'affidamento quale ulteriore elemento da valutarsi al fine di verificare la sussistenza di un danno ingiusto, e, più in generale, nell'argomentare in ordine alla sussistenza di un diritto del singolo ad ottenere una corretta informazione, il Tribunale di Catanzaro sembra riferirsi nuovamente a G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., *passim*.

<sup>272</sup> Detto approccio, come visto, sarebbe anche percorribile con l'applicazione, nel nostro ordinamento, della *fraud on the market theory*, su cui *supra*, cap. 2.

*dell'emittente e tale mancata corresponsione dipende dall'utilizzo di procedure di valutazione non conformi alle prassi internazionali e agli standards di settore».*

Ovviamente, date le premesse, la domanda risarcitoria è stata rigettata<sup>273</sup>.

Gli orientamenti giurisprudenziali di merito analizzati lasciano invero poche speranze in capo agli investitori che intendessero avviare un'azione risarcitoria nei confronti delle agenzie di rating, anche se uno spiraglio parrebbe essersi aperto nel foro milanese, lì dove, a sentir la cronaca giudiziaria<sup>274</sup>, parrebbe esser in corso una controversia avviata da un'associazione di investitori Lehman Brothers e per la quale è stato nominato un consulente tecnico d'ufficio al fine di valutare la coerenza del rating assegnato dalle agenzie di rating convenute (che dovrebbero essere le *Big Three*) alle obbligazione Lehman avendo, quali parametri di riferimento, tra gli altri, i *credit default swaps*, le quotazioni delle azioni Lehman Brothers Holdings Inc., i bilanci e le trimestrali dal gennaio 2006 fino al *default* delle emittenti.

Per di più, a disincentivare l'avvio di azioni giudiziarie da parte dei risparmiatori, v'è ulteriore profilo di natura processuale.

Con un'ordinanza del maggio 2008, volta a dirimere il regolamento di giurisdizione proposto dinanzi al Tribunale di Bologna, le Sezioni Unite<sup>275</sup> hanno affrontato il tema della giurisdizione da applicarsi nell'ambito del regolamento (CE) n. 44/2001 (c.d. Bruxelles I) a fronte di un'azione risarcitoria proposta da alcune società che avevano investito in titoli, emessi da una società inglese, negoziati in quel mercato e poi registrati e depositati presso un ente bancario italiano, nei confronti di due agenzie di rating, di fatto, per responsabilità extracontrattuale; la pronuncia è di particolare interesse perché interviene in una materia dalla vocazione intrinsecamente internazionale atteso che, di rado, investitore, agenzia di rating, intermediario ed emittente proverranno dallo stesso Stato e che in quel medesimo Stato avvenga, altresì, la negoziazione.

Il film ha, sostanzialmente, una trama prevedibile: rating positivo al momento della negoziazione e scoperta, a perdita avvenuta, dell'erroneità della valutazione che, tra l'altro, veniva "aggiornata" con colpevole ritardo e avvio di una

---

<sup>273</sup> Inutile evidenziare che sarebbe stata rigettata qualsiasi domanda risarcitoria, atteso che gli oneri probatori pretesi dal Tribunale calabrese – ossia, dimostrare che la The McGraw Hill Companies S.r.l. fosse (ovvero avrebbe dovuto essere) a conoscenza dello stato di insolvenza della Lehman Brothers – siano di fatto preclusivi di qualsiasi tutela.

<sup>274</sup> Cfr. V. D'ANGERIO, *Sul rating è svolta a Milano*, su *Il Sole 24 Ore*, Plus24, 27 ottobre 2012.

<sup>275</sup> Cfr. Cassazione civile, SS. UU., 22 maggio 2012, n. 8076, *Soc. S. e altro c. M. Inc. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2013, pp. 891 ss.

controversia da parte degli investitori danneggiati per richiedere il soddisfo del pregiudizio sofferto, deducendo una responsabilità aquiliana del *rater*.

Le società investitrici italiane, rilevando due condotte illecite – la prima nell’aver, le agenzie, attribuito i titoli un rating superiore a quello effettivo e, la seconda, nell’aver, le stesse agenzie, omesso di tempestivamente aggiornare la valutazione realizzata (tra l’altro, già errata) – deducevano che l’interpretazione corretta (dal loro punto di vista, s’intende) dell’art. 5, n. 3, regolamento Bruxelles I<sup>276</sup>, avrebbe imposto di considerare in entrambi i casi sussistente la giurisdizione italiana e tanto poiché, riferitamente alla prima condotta illecita, si sarebbe dovuto ritenere che l’evento dannoso si fosse prodotto in Italia in occasione della registrazione dei titoli e, riferitamente alla seconda, che la successiva perdita fosse da localizzarsi sempre in Italia dove i titoli erano depositati.

Ebbene, come noto, nell’ambito del c.d. spazio giudiziario europeo, la competenza internazionale in materia di responsabilità civile, disciplinata dal richiamato art. 5, n. 3, regolamento (CE) n. 44/2001, viene individuata utilizzando, quale criterio di collegamento, il «*luogo in cui l’evento dannoso è avvenuto o può avvenire*»<sup>277</sup>.

Nell’ambito della giurisprudenza della Corte di Giustizia, anche nella formulazione previgente contenuta nella Convenzione di Bruxelles del 1968<sup>278</sup>, l’ambito di applicazione dell’art. 5, n. 3, è stato individuato in maniera residuale rispetto alla materia della responsabilità contrattuale, di cui allo stesso art. 5, n. 1.

In tal modo, la disposizione in esame sarebbe applicabile allorquando è stata avviata un’azione tesa a far emergere la responsabilità del convenuto, purché questa non presenti collegamenti con un preesistente rapporto contrattuale. Nondimeno, l’interpretazione giurisprudenziale e dottrinarica sul punto<sup>279</sup>, hanno permesso di

---

<sup>276</sup> Ai sensi della predetta disposizione «*la persona domiciliata nel territorio di uno Stato membro può essere convenuta in un altro Stato membro: (...) 3) in materia di illeciti civili dolosi o colposi, davanti al giudice del luogo in cui l’evento dannoso è avvenuto o può avvenire*».

<sup>277</sup> Trattasi, in ogni caso, di foro alternativo rispetto a quello del convenuto (art. 2, regolamento CE n. 44/2001) atteso che la disposizione in esame sia collocata nel titolo del regolamento dedicato alle *competenze speciali*, sicché non sia da considerare un criterio inderogabile. In tal senso, S. M. CARBONE, *Lo spazio giudiziario europeo in materia civile e commerciale*, Torino, Giappichelli, 2009, p. 88; G. RISSO, *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, in *Diritto del commercio internazionale*, 3, 2013, p. 849.

<sup>278</sup> Cfr. Convenzione di Bruxelles, 27 settembre 1968, concernente la *competenza giurisdizionale e l’esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale*, in GUCE, C 27, 26 gennaio 1998, pp. 1 ss.

<sup>279</sup> Cfr. F. MOSCONI, C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale*, vol. I, *Parte generale e obbligazioni*, V ed., Torino, Utet, 2010, *passim*; L. MARI, *Il diritto processuale civile*

attribuire all'art. 5, n. 3, un'ampia portata, di guisa da ricomprendervi al suo interno una grande varietà di situazioni: per l'effetto, rientrerebbero in questa fattispecie tutte le controversie che, quantunque nominate, non hanno quale fonte un contratto, dovendosi includere anche le azioni risarcitorie avviate sulla base dell'approccio c.d. obbligatorio, di cui si discorrerà nel prossimo capitolo.

Nel caso in esame, le Sezioni Unite, dapprima hanno implicitamente ritenuto di considerare le condotte asseritamente illecite quale un *unicum* al fine di verificare la sussistenza della giurisdizione del giudice italiano, e, di poi, hanno interpretato la disposizione *de qua* nel senso che l'evento dannoso sarebbe avvenuto di già al momento della negoziazione dei titoli con l'effetto di non riconoscere la sussistenza della giurisdizione italiana.

Detto esito argomentativo appare, tuttavia, non condivisibile.

Ed in effetti, seppur il rating errato fosse stato emesso *ab origine*, ossia all'atto della negoziazione, non v'è chi non veda come l'evento dannoso si è concretizzato (*rectius*, è avvenuto) al momento del tracollo del titolo e quindi in un momento ampiamente successivo alla negoziazione, ossia allorquando i titoli erano stati depositati presso l'istituto di credito italiano<sup>280</sup>. Per esser chiari, se il titolo non fosse stato destinatario di svalutazione per eventi successivi che, per puro caso, permettevano di “celare” gli errori nella valutazione *ab origine* realizzata dall'agenzia, l'evento dannoso non si sarebbe mai verificato, salvo non voler argomentare sostenendo che, in quel caso, all'investitore sarebbe spettato il diritto al risarcimento del *lucro cessante* conseguente al differenziale tra il valore del titolo effettivo e quello che avrebbe dovuto avere (più alto) in ragione anche dell'evento successivo *ex ante* non prevedibile. Anche in tal caso, tuttavia, il danno interverrebbe all'atto del verificarsi del nuovo evento capace di condizionare, positivamente, il valore del titolo.

Per l'effetto, a sommosso avviso di chi scrive, la giurisdizione, nel caso in esame, sarebbe dovuta essere del giudice italiano.

---

della Convenzione di Bruxelles, vol. I, *Il sistema della competenza*, Padova, Cedam, 1999, *passim*; G. RISSO, *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, cit., pp. 849 ss.

<sup>280</sup> Nello stesso senso, G. RISSO, *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, cit., pp. 849 ss.

## CAPITOLO TERZO

### **Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori come da responsabilità da affidamento: la tesi obbligatoria.**

SOMMARIO: 1. Introduzione; 2. La natura della responsabilità precontrattuale: dalla *culpa in contrahendo* alla buona fede oggettiva; 3. L'obbligazione senza prestazione e le obbligazioni pericontrattuali. Per uno statuto della responsabilità da affidamento per violazione della buona fede oggettiva applicabile alla responsabilità dell'agenzia di rating; 3.1. L'origine del modello dell'obbligazione senza prestazione nella civilistica tedesca. Obblighi di protezione (Schutzpflichten) e responsabilità da lesione del legittimo affidamento (Vertrauenshaftung); 3.2. L'obbligazione senza prestazione nella dottrina e giurisprudenza italiana.

#### **1. Introduzione.**

La legge, spesso, pone a carico di determinate persone esercenti peculiari tipologie di attività, tendenzialmente ascrivibili alle professioni intellettuali, obblighi di condotta e specifici doveri informativi.

In quest'ottica, si è ritenuto che il danno che deriva dalla violazione di detti obblighi non fosse *sic et simpliciter* risarcibile secondo gli schemi dell'illecito, ma necessitasse di un intervento che valorizzasse proprio il rapporto che, in ragione della preesistenza dei citati obblighi, venisse ad instaurarsi anche con soggetti non facilmente determinabili *ex ante*.

Il predetto orientamento, di cui si è fornita sommaria contezza già *supra*, si è, come noto, trasposto negli studi in tema di responsabilità da false informazioni ripercorrendo la dialettica che ha interessato lo studio della natura della responsabilità precontrattuale e dell'applicazione di detto modello al caso delle false ovvero errate informazioni al mercato.

Per l'effetto, si ritiene opportuna una preliminare disamina degli orientamenti in materia prima di verificare la proficua applicabilità di detto modello all'ipotesi del danno agli investitori da rating errato.

#### **2. La natura della responsabilità precontrattuale: dalla *culpa in contrahendo* alla buona fede oggettiva.**

Nella vigenza del codice civile abrogato mancava un riferimento normativo che disciplinasse specificatamente la responsabilità derivante dalla violazione di precetti giuridici durante le trattative che anticipavano la formazione del contratto.

In quel quadro, la giurisprudenza e la dottrina riconducevano detta forma di

responsabilità all'assioma aquiliano previsto dall'art. 1151 c.c. abr.<sup>281</sup>.

Detto orientamento ha avuto seguito anche con l'applicazione del codice civile vigente.

Infatti, già nei primi anni, la giurisprudenza tendeva a ricondurre la responsabilità di cui agli artt. 1337 e 1338 c.c. al sistema dell'art. 2043 c.c., con l'adesione di una parte della dottrina<sup>282</sup> soltanto là dove trattavasi di interruzione ingiustificata di trattative ovvero di trattative che conducevano a contratto invalido<sup>283</sup>; di recente, poi, si è riconosciuta l'astratta sussumibilità nella fattispecie di cui all'art. 1337 c.c. anche all'ipotesi in cui, addivenuti a conclusione del contratto per cui ebbero ad esser intessute trattative, si fosse dedotta la violazione di obblighi di informazione sui vizi della *res* oggetto del contratto<sup>284</sup>.

Tuttavia, con un noto articolo di metà anni '50, Luigi Mengoni ha tracciato un solco di ricerca *saggiando l'oggettiva* (secondo alcuni commenti successivi) *collocazione della culpa in contrahendo*<sup>285</sup>.

Si è, sul punto, sostenuto che «*la relazione tra uno o più soggetti diretta alla formazione di un contratto*» è considerata dall'art. 1337 c.c. come «*un fatto*

---

<sup>281</sup> In tal senso, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, Giuffré, 1987, pp. 50-51; F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, Giuffré, 1963, pp. 119 ss.

<sup>282</sup> Per i riferimenti giurisprudenziali e dottrinari, si veda G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, cit., p. 50, note 2 e 3. Particolarmente importante l'opinione di R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. Vassalli (a cura di), Torino, Utet, 1975, p. 676, secondo il quale l'art. 1337 c.c. sarebbe, in definitiva, una norma superflua poiché, ove anche non ci fosse, le fattispecie da esse contemplate sarebbero ugualmente coperte dall'art. 2043 c.c. di cui la norma sulla correttezza precontrattuale sarebbe solo una specificazione.

<sup>283</sup> Cfr. in tal senso, F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, Giuffré, 2009, p. 336.

<sup>284</sup> Sul punto, C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., pp. 459 – 460; A. SANTORO, *La responsabilità da contatto sociale*, Milano, Giuffré, 2012, p. 32. In verità, in giurisprudenza, si è dubitato fino al recente passato della possibilità di ascrivere alla responsabilità precontrattuale la seconda ipotesi citata nel testo. Detta possibilità, infatti, è stata riconosciuta soltanto recentemente, salvo l'unica pronuncia di Cassazione Civile, 11 maggio 1990, n. 4051, in *Foro italiano*, 1991, col. 184. Cfr. Cassazione Civile, sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, *P.B. c. San Paolo IMI*, in *Giurisprudenza italiana*, 8-9, 2006, p. 1599; Cassazione civile, sez. III, 08 ottobre 2008, n. 24795, *Soc. Locat e altro c. Soc. Danubio tipografica*, in *Giustizia civile*, 1, I, 2010, p. 149; Cassazione civile, SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, *Soc. Fin. Com. Valoris e altro c. Soc. San Paolo Imi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 3, II, 2008, p. 604; da ultimo, fornisce contezza di detto indirizzo Cassazione civile, sez. III, 17 settembre 2013, n. 21255, *Soc. Fininvest c. Soc. CIR*, in *Responsabilità civile e previdenza*, I, 2014, p. 143; Cassazione Civile, sez. I, 29 gennaio 2009, n. 3773, in *Danno e responsabilità*, 2009, p. 503. Sul punto, in dottrina, si veda, F. BRUNO, A. ROZZI, *Le sezioni unite sciolgono i dubbi sugli effetti della violazione degli obblighi di informazione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 3, 2008, pp. 604 ss.; V. ROPPO, *Spunti in tema di responsabilità "pericontrattuale"*. *Dialogo con Giorgio De Nova a margine della sentenza di Cassazione sul lodo Mondadori*, in *Responsabilità civile e previdenza*, I, 2014, p. 16; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 336, il quale fornisce contezza, altresì, di un "rigurgito" conforme al primo e restrittivo orientamento, citando Cassazione Civile, sez. II, 05 febbraio 2007, n. 2479, in *Giustizia civile massimario*, 2007, n. 2 e Cassazione Civile, sez. III, 25 luglio 2006, n. 16937, in *Contratti*, 2007, p. 550.

<sup>285</sup> C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 460.

costitutivo di un rapporto obbligatorio coordinato allo specifico interesse di protezione di ciascuna parte nei confronti dell'altra»<sup>286</sup>.

Il rapporto precontrattuale si instaurerebbe, dunque, direttamente tra soggetti interessati alla formazione del contratto, sicché gli obblighi che ne deriverebbero sarebbero da inquadrarsi in un'ottica relazionale strutturalmente sconosciuta all'illecito aquiliano nel quale, di contro, rilevarebbero unicamente violazioni di uno o più diritti assoluti (e non relativi – *i.e.* relazionali) a cui sarebbe estranea la valutazione di buona fede (oggettiva<sup>287</sup>).

In particolare, il predetto orientamento ha preso le mosse dalla estensione dei principi dettati dal diritto delle obbligazioni tedesco alla fase delle trattative precontrattuali, in quell'ordinamento, spronato dagli studi di *von Jharing*<sup>288</sup>.

---

<sup>286</sup> Cfr. L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Rivista del diritto commerciale*, 9 – 10, 1956, p. 365.

<sup>287</sup> Luigi Mengoni, sul punto, definisce arbitraria quella corrente di pensiero che vorrebbe colorare di illecito aquiliano la responsabilità precontrattuale sulla base della considerazione per la quale la fattispecie di cui all'art. 1337 c.c. sarebbe da considerarsi quale specificazione di quella prevista dall'art. 2043 c.c. con, in più, la *mala fides*. Detta impostazione, secondo l'autore, sarebbe smentita dal testo dell'art. 1338 c.c. il quale, essendo pacificamente applicazione dello stesso art. 1337 c.c., prevedrebbe, oltre alla responsabilità per *mala fides*, anche quella derivante da «*ignoranza inescusabile*». Nondimeno, la concezione della responsabilità precontrattuale fondata sull'elemento soggettivo del dolo incontrerebbe un ostacolo insormontabile nell'art. 1398 c.c. che applica il modello di cui all'art. 1337 c.c. alla responsabilità del *falsus procurator* nei confronti del contraente che abbia confidato (*i.e.* fatto affidamento), subendo un danno, nel rappresentante falso ovvero privo di poteri. Inoltre, sempre secondo l'autore, la concezione della responsabilità di cui all'art. 1338 c.c. come responsabilità aquiliana non riuscirebbe a spiegare la rilevanza attribuita alla colpa della parte che ha confidato nella validità del contratto dovendosi, in tal caso, pensare ad una sorta di compensazione legale delle colpe, e si cadrebbe in tal modo nell'assurdo di ipotizzare un caso di compensazione fra dolo (*mala fides*) di una parte e semplice colpa dell'altra. Viceversa, nella concezione che collega la responsabilità precontrattuale ad un particolare rapporto obbligatorio costituito (*ex lege*) tra le parti delle trattative, la rilevanza della colpa imputabile al contraente deluso si spiegherebbe agevolmente in relazione alla fattispecie di tale rapporto obbligatorio: della quale elemento primario è una situazione di affidamento oggettivamente valutabile, che vale a giustificare la fiducia di una parte nella regolarità del comportamento dell'altra. Nell'art. 1338, la colpa della parte che ha confidato nella validità del contratto è un criterio di esclusione dell'obbligo della controparte di comunicare le cause di invalidità ad essa note o conoscibili. Si veda, sul punto, altresì, C. CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità, responsabilità e la ricerca della chance perduta*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2010, pp. 3 ss.; S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 1967, p. 94.

<sup>288</sup> Cfr. R. von JHARING, *Culpa in contrahendo oder schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur perfektion gelangten vertragen*, in *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*, IV, 1861, pp. 1-112, consultabile, altresì, sul sito <http://dlib-zs.mpiet.mpg.de/pdf/2084719/04/1861/20847190418610005.pdf>. Su von Jharing, si veda, altresì, C. CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità, responsabilità e la ricerca della chance perduta*, cit., pp. 4 ss. il quale cita, di poi, anche un autore italiano che, ad inizio secolo, ha inquadrato la fattispecie della responsabilità precontrattuale in quella contrattuale e, segnatamente, G. FAGGELLA, *Dei periodi precontrattuali e della loro vera ed esatta costruzione scientifica*, Studi giuridici in onore di C. Fadda, III, Napoli, 1906, pp. 273 ss.; ID., *Il fondamento giuridico della responsabilità in tema di trattative contrattuali*, in *Archivi Giuridici*, LXXXII, 1909, pp. 128 ss.; ID., *I periodi precontrattuali e la responsabilità precontrattuale*, Roma, 1918, *passim*; C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, XXI, 1990, pp. 2 ss., secondo il quale «*con la figura della culpa in contrahendo von Jharing gettava un ponte tra il già danno e il non ancora contratto dando origine a una responsabilità che nei termini di quella ex*

Ed in effetti, il sistema codicistico tedesco, non disponendo, al tempo, s'intende, di una norma corrispondente all'art. 1337 c.c., ha inquadrato la fattispecie di responsabilità precontrattuale nei termini di un rapporto obbligatorio individuato attraverso un'estensione, a detta fase di trattative, del principio della buona fede dettato dall'allora § 242 del BGB<sup>289</sup>.

La buona fede (da intendersi in senso oggettivo) prevista dall'art. 1337 c.c., dunque, sarebbe l'elemento che colorerebbe di *contrattuale* la responsabilità *illic* prevista, unitamente al carattere relazionale tipico della fase di trattative.

In particolare, il rapporto precontrattuale non troverebbe fondamento nel contratto da stipularsi ed a cui le trattative sono evidentemente orientate<sup>290</sup>, bensì in un fatto che, ai sensi dell'art. 1173 c.c., sarebbe idoneo a far sorgere un'obbligazione, ossia l'affidamento ingenerato da una parte sull'altra, nonché sui terzi nei cui confronti vige un obbligo di protezione, in applicazione del principio solidaristico costituzionalmente riconosciuto<sup>291</sup>.

---

*contractu consentisse il risarcimento oltre le limitazioni ex lege Aquilia e nei termini di quella aquiliana potesse essere affermata pur quando il contratto non fosse venuto ad esistenza. La responsabilità che in tal modo veniva consacrata assumeva le caratteristiche funzionali di quella contrattuale mentre i presupposti strutturali erano tipicamente dell'altra specie: in buona sostanza si ascriveva all'area del contratto in senso ampio (inteso come vincolo la cui violazione genera una sanzione speciale distinta da quella extracontrattuale) una responsabilità che altrimenti avrebbe continuato a esprimere la disciplina dei comportamenti tra distanti e non dei rapporti tra parti». Per una lettura aggiornata del lavoro di von Jhering, si veda L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2014, pp. 45 ss., secondo il quale «più in generale si potrebbe rilevare come, sia pure sullo sfondo e in negativo, il contratto mantenga un ruolo nella dinamica generatrice degli obblighi gravanti sulle parti impegnate nelle trattative: del resto, allo stesso Jhering si deve l'osservazione secondo cui "der Ausdruck Nichtigkeit des Contracts bezeichnet nach römischer und heutiger Sprachweise nur die Abwesenheit jener Wirkung, nicht die aller Wirkungen überhaupt": in altri termini, gli unici effetti che il contratto nullo non può produrre sono quelli immediatamente riconducibili all'obbligo di prestazione. Dunque, nella prospettiva di Jhering — destinata ed esercitare un'influenza durevole nel dibattito successivo — il distacco (dal contratto della culpa in contrahendo) si consuma a metà: esso riguarda certamente la prestazione, ma non il contratto, almeno non fino in fondo, là dove quest'ultimo, sebbene per così dire trasfigurato, viene comunque reinserito nel ciclo di produzione dell'effetto obbligatorio» nella veste degli obblighi accessori.*

<sup>289</sup> Secondo Mengoni, si tratterebbe del medesimo procedimento che, nel diritto giustiniano, ha portato la responsabilità *in contrahendo* sul piano della responsabilità contrattuale: l'originaria *actio doli* extracontrattuale venne sostituita dall'*actio bonae fidei* contrattuale appunto in seguito a una estensione del *indicium bonae fidei* alla fase delle trattative e della formazione del contratto. Cfr. L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., p. 369.

<sup>290</sup> E tanto non potrebbe effettivamente essere, atteso che ben non si comprenderebbe come possa radicarsi nel contratto l'efficacia di un fatto che lo precede, benché alla conclusione dello stesso sia funzionalmente connesso. Cfr., in tal senso, C. CASTRONOVO, *La responsabilità contrattuale*, cit., p. 460.

<sup>291</sup> Sviluppa in questo senso l'approccio di Luigi Mengoni, C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., pp. 461-462. Sull'affidamento quale fatto idoneo ad ingenerare obbligazione *ex contractu* nell'ordinamento tedesco, si veda K. BALLERSTEDT, *Zur Haftung für culpa in contrahendo, bei Geschäftsabschluß durch Stellvertreter*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 151, 1951, pp. 506 ss.; K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, II, München, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1987, pp. 104 ss. Sulla portata precettiva che l'art. 1337 c.c. riconoscerebbe



La possibilità di applicare il modello di responsabilità di cui all'art. 1218 c.c. discenderebbe dalla ulteriore circostanza che «*la qualifica dottrinale di "contrattuale" deve ritenersi intesa a designare la responsabilità connessa all'inadempimento di un'obbligazione, qualunque sia il fatto da cui l'obbligazione»*derivi<sup>292</sup>, con ciò glissandosi sui vari tentativi dottrinari e giurisprudenziali di individuare un terzo tipo di responsabilità, qualificandola nel più vario modo<sup>293</sup>.

Nondimeno, nella responsabilità precontrattuale non sarebbe configurabile l'individuazione di un obbligo di prestazione da adempiere, bensì un obbligo *sic et simpliciter* di comportarsi secondo buona fede<sup>294</sup>.

La responsabilità precontrattuale, per esser chiari, non contiene alcun obbligo di prestazione, ma unicamente l'obbligo di agire *secundum bona fides*, obbligo da intendersi non quale «requisito di comportamento», bensì quale «*regola dell'agire*»<sup>295</sup>.

D'altro canto, osserva il predetto orientamento<sup>296</sup>, alla determinazione del contenuto dei doveri corrispondenti ai diritti assoluti, tendenzialmente tutelati dalla formulazione dell'illecito aquiliano, è estranea una valutazione di buona fede e correttezza, sicché, allorquando una norma giuridica assoggetta lo svolgimento di una relazione sociale all'imperativo della buona fede, ciò deve esser considerato indice sicuro della circostanza che quella relazione sociale si sia trasformata proprio in un rapporto obbligatorio il cui contenuto si specifica mediante, per l'appunto, una valutazione di buona fede e correttezza.

Nel diritto romano, *fidem praestare* designava, per l'appunto, l'adempimento di un'obbligazione e si ritiene non sia un caso che anche nell'ordinamento italiano

---

al principio di solidarietà sociale, si veda S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, cit., p. 96.

<sup>292</sup> Cfr. L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., p. 360; C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. ....

<sup>293</sup> Dalla responsabilità derivante dalla violazione degli obblighi *ex lege*, a quella derivante dalla violazione di obblighi *pericontrattuali* ovvero di quelli a-contrattuali. Per una disamina degli orientamenti testé citati, si veda *infra* nel testo.

<sup>294</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 463, secondo il quale *il sintagma culpa in contrahendo «risulta dunque costituito di obblighi generati dalla buona fede, tali da consentire di parlare di rapporto alla stregua di un'obbligazione ex lege nonostante manchi un obbligo di prestazione. Essi stanno senza che quest'ultimo debba fungere da polo di aggregazione necessario e consentono di parlare di rapporto obbligatorio, nell'ambito del quale la prestazione da obbligo originario e unico diventa eventuale, benché, ove ricorra, principale»*.

<sup>295</sup> Cfr. S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, cit., p. 101.

<sup>296</sup> Cfr. L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Luigi Mengoni. Scritti II. Obbligazioni e negozio*, C. Castronovo, A. Nicolussi, A. Albanese (a cura di), Milano, Giuffrè, 2011, p. 269.

«il contrario della buona fede in senso oggettivo si risolve nel concetto (oggettivo) di inadempimento»<sup>297</sup>.

La tesi della natura contrattuale della *culpa in contrahendo* è rimasta a lungo minoritaria, incontrando le resistenze della giurisprudenza<sup>298</sup>.

Soltanto di recente, a ben cinque lustri di distanza, con due sentenze (di fatto, gemelle attesa la “identità” del Collegio giudicante) della Corte di Cassazione<sup>299</sup>, si è ripercorso, invero solo in parte, lo schema argomentativo proposto dalla dottrina in esame ed accolto da qualche giurisprudenza di merito con l’*escamotage* del contatto sociale<sup>300</sup>.

---

<sup>297</sup> Cfr. L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in Luigi Mengoni, *Scritti II. Obbligazioni e negozio*, cit., p. 272; L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, cit., pp. 45 ss.

<sup>298</sup> Cfr. ; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 224; C. CASTRONOVO, *La responsabilità precontrattuale*, in *Manuale di diritto europeo*, C. Castronovo, S. Mazzamuto (a cura di), Milano, Giuffrè, II, 2007, pp. 334 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Tutela dell’affidamento, violazione dell’obbligo di buona fede e natura della responsabilità precontrattuale*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012, p. 1949; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., pp. 338-339. In giurisprudenza, si veda Cassazione Civile, sez. I, 19 settembre 2006, n. 20260, in *Diritto e Giustizia*, 2006, p. 29.

<sup>299</sup> Cfr. Cassazione Civile, sez. I, 21 novembre 2011, n. 24438, *C.M. c. ASI di Catania*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012, p. 1948; Cassazione Civile, sez. I, 20 dicembre 2011, n. 27648, *C. c. Ministero della Giustizia*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012, p. 1944. Entrambe le sentenze sono state commentate da C. SCOGNAMIGLIO, *Tutela dell’affidamento, violazione dell’obbligo di buona fede e natura della responsabilità precontrattuale*, cit., pp. 1949 ss. Non si ritiene possa condividersi quella dottrina che ha riconosciuto nella sentenza della Cassazione Civile, SS. UU., 26 giugno 2007, n. 14712, *R. e altro c. Banca Fideuram e altro*, in *Banca borsa e titoli credito*, 5, II, 2008, p. 567, il primo intervento che avrebbe riconosciuto la natura di “contrattuale” alla responsabilità *ex art. 1337 c.c.* Ed in effetti, nella predetta sentenza si discorre unicamente della possibilità di applicare il modello della obbligazione avente fonte *ex lege*, con responsabilità *ex art. 1218 c.c.*, all’ipotesi di violazione della normativa in tema di assegni (segnatamente, R.D. 21 dicembre 1933, n. 1736) da parte della banca trattaria che, per l’effetto, non avrebbe alcun rapporto, *strictu sensu*, contrattuale nei confronti del titolare del conto ove poggiava la convenzione di assegni. Si veda, sul punto, F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., pp. 340 – 341. Né tampoco si condivide la critica avanzata da certuna dottrina per la quale la sentenza n. 27648/2011 conterebbe un *notevole svarione* nella misura in cui detta sentenza sostenga che non sia la *responsabilità da “contatto sociale” a rappresentare uno sviluppo della culpa in contrahendo ma, al contrario, quest’ultima ad individuare una variante della prima* (cfr. L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, cit., pp. 45 ss.). Ed in effetti, di là dalla circostanza che nella predetta sentenza in nessun passaggio si adoperi riferimento alla negazione dello sviluppo della responsabilità da contatto sociale dalla teorica della *culpa in contrahendo*, in verità i giudici della prima sezione correttamente interpretano il filone dottrinario che individua nell’obbligo di buona fede, il precipitato obbligatorio derivante dal legittimo affidamento che, nel caso della *culpa in contrahendo*, si instaura in ragione delle intessute trattative. Per l’effetto, si ritiene di dover condividere l’approccio giurisprudenziale che riconosce alla *culpa in contrahendo* il carattere di *species* rispetto al *genus* della responsabilità da lesione del legittimo affidamento e da violazione dell’obbligo di agire (ovvero non agire – nel caso della doverosità della condotta omissiva) *secundum bona fides*.

<sup>300</sup> In tal senso, Tribunale di Rimini, 11 maggio 2005, in *Giurisprudenza italiana*, 2006, p. 521, secondo cui «la suddetta violazione si configura come inadempimento contrattuale non essendo d’ostacolo a tale configurazione la circostanza che gli obblighi di diligenza facenti capo alla banca intermediaria siano anteriori alla conclusione del contratto derivando essi dal c.d. contatto sociale tra intermediario e risparmiatore». Nello stesso senso, Tribunale di Rimini, 02 aprile 2007, in *Responsabilità civile*, 2008, p. 186 e Tribunale di Rimini, 06 giugno 2007, in *Danno e*

Entrambi i casi decisi dalla Corte di Cassazione avevano ad oggetto l'affidamento tradito di un'aspirante controparte contrattuale della pubblica amministrazione che, una volta per la nullità del bando di aggiudicazione ed altra volta per l'omessa approvazione – da parte del competente ufficio – di una convenzione stipulata con un professionista, avevano svolto attività per (e su indicazione del)la stessa P.A. prima della formalizzazione dell'incarico.

Come ovvio, le allegazioni originarie, in termini di *petitum*, si focalizzavano sul rapporto “contrattuale”, secondo la prospettazione attorea, che sarebbe invalso tra il privato e la pubblica amministrazione, di guisa che, ad esito delle difese della P.A. convenuta, si poneva il problema del “se” ritenere ammissibile la domanda di risarcimento per responsabilità precontrattuale avanzata, in termini di *emendatio libelli*, dall'attore.

Una qualificazione di detta responsabilità come extracontrattuale avrebbe importato la declaratoria di inammissibilità della domanda, in quanto *mutatio libelli*, oltre che, eventualmente, di infondatezza della stessa in ragione della omessa allegazione di fatti e circostanze in ordine ai profili dell'elemento soggettivo della predetta responsabilità, nonché del nesso di causalità tra la stessa e la realizzazione dell'*eventus damni*; di contro, una qualificazione della responsabilità di cui all'art. 1337 c.c. in termini “contrattuali” avrebbe evitato detto esito nefasto per la parte attrice.

In entrambe le decisioni, la Corte ha chiarito come la responsabilità precontrattuale tutela quel particolare rapporto (giuridico) che si instaura con l'avvio delle trattative tra le parti alle quali è normativamente imposto un obbligo di comportamento in buona fede; fattispecie, questa, totalmente distinta dalla responsabilità aquiliana in cui la lesione precede l'instaurazione di un qualsiasi rapporto particolare tra le parti.

L'esistenza, dunque, di un rapporto giuridico (*i.e.* relazionalità della fattispecie di responsabilità) esclude l'applicazione del modello di responsabilità del “qualunque”.

Lo sforzo realizzato dalla giurisprudenza appena richiamata, tuttavia, non pare aver sopito i dubbi interpretativi in materia, là dove si consideri che numerose decisioni successive hanno inteso adoperare riferimento nuovamente allo schema di responsabilità aquiliana per la violazione del precetto di cui all'art. 1337 c.c.,

---

Responsabilità, 2008.

incuranti neppure di prendere le distanze dalle sentenze gemelle del 2011<sup>301</sup>.

In verità, il tentativo di affossamento dello sforzo di aprire la fattispecie di responsabilità precontrattuale a quella del contatto sociale, ha un valore sistematico poiché, come autorevolmente evidenziato, «è solo una responsabilità precontrattuale restituita alla dimensione del rapporto, così come costruito tra le parti trattanti attorno alla regola di buona fede, che (...) può candidarsi davvero a costituire il modello normativo di riferimento per il proliferare di ipotesi di responsabilità da contatto sociale, che l'esperienza giurisprudenziale degli ultimi anni è venuta enucleando»<sup>302</sup>.

### **3. L'obbligazione senza prestazione e le obbligazioni pericontrattuali. Per uno statuto della responsabilità da affidamento per violazione della buona fede oggettiva applicabile alla responsabilità dell'agenzia di rating.**

#### ***3.1. L'origine del modello dell'obbligazione senza prestazione nella civilistica tedesca. Obblighi di protezione (Schutzpflichten) e responsabilità da lesione del legittimo affidamento (Vertrauenshaftung).***

Il solco di ricerca avviato dagli studi in tema di *culpa in contrahendo* da von *Jharing*, in Germania e ripreso da Luigi Mengoni, in Italia, come già accennato, è stato percorso e sviluppato da altri studiosi che ne hanno dimostrato la portata

---

<sup>301</sup> Si veda, in tal senso, la nota Cassazione civile, sez. III, 17 settembre 2013, n. 21255, *Soc. Fininvest c. Soc. CIR*, in *Responsabilità civile e previdenza*, I, 2014, p. 143, secondo cui «(...) l'art. 1337 c.c. (...) secondo la giurisprudenza di questa corte ancora ampiamente prevalente, deve ritenersi species del più ampio genus del torto aquiliano, anche se non sono mancate, in dottrina e nella stessa giurisprudenza, opinioni difformi volte a ricondurne la portata in ambito contrattuale o da contatto sociale»; Cassazione civile, sez. III, 26 febbraio 2013, n. 4802, *Soc. Effegi immob. c. Soc. Limoni*, in *Guida al diritto*, 19, 2013, p. 61; Cassazione civile, sez. III, 13 febbraio 2013, n. 3579; Cassazione Civile, SS.UU., 21 febbraio 2012, n. 2926, *Jpmorgan Chase Bank National Association c. Com. Milano e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 2, 2012, p. 222, in cui, discorrendosi di riparto di giurisdizione, si fornisce contezza di un precedente orientamento giurisprudenziale che qualificherebbe la responsabilità da prospetto come precontrattuale ed aquiliana, nonché degli ulteriori orientamenti giurisprudenziali in tema di responsabilità extracontrattuale per l'omessa informativa nella fase precedente alla sottoscrizione del contratto di intermediazione finanziaria; Cassazione Civile, sez. III, 20 marzo 2012 (ud. 24 gennaio 2012), n. 4382, *Montana del Turano c. Soc. General Sweet Company*, in *Foro italiano*, 6, I, 2012, col. 1754, secondo cui «in linea di principio è ormai jus reeptum che la responsabilità precontrattuale della PA è configurabile in tutti i casi in cui l'ente pubblico nelle trattative e anche nelle relazioni con i terzi abbia compiuto azioni e, così agendo, sia incorso nel compimenti di atti contrastanti con i principi di correttezza e buona fede, cui è tenuta nell'ambito del rispetto dei doveri primari, oramai dalla valenza anche costituzionale garantiti dall'art. 2043 c.c.».

<sup>302</sup> Cfr. C. SCOGNAMIGLIO, *Tutela dell'affidamento, violazione dell'obbligo di buona fede e natura della responsabilità precontrattuale*, cit., pp. 1949 ss.

innovativa.

Detto orientamento tendeva a valorizzare gli sviluppi teorici che la *culpa in contrahendo* di von Jhering aveva avuto nell'ordinamento tedesco<sup>303</sup> là dove si era cercato di porre rimedio, da un lato, all'assenza, in quell'ordinamento, di una fattispecie tipica di responsabilità precontrattuale<sup>304</sup> e, dall'altro, di fornire risposta alla esigenza di allargare le maglie della responsabilità contrattuale quale "rimedio" alla tipicità delle situazioni giuridiche tutelabili per via aquiliana ai sensi del § 823, comma 1, B.G.B.<sup>305</sup>.

Proprio con riferimento a quest'ultimo profilo ed al fine di fornire una risposta rimediale alle *positive Vertragsverletzungen*<sup>306</sup> relativamente alle quali il B.G.B.

---

<sup>303</sup> In particolare, traendo spunto dall'osservazione di von Jhering secondo cui poiché da un contratto invalido si potesse ritenere nascere un'azione (pur tuttavia) contrattuale, allora anche il contratto può, in maniera complementare, far sorgere vincoli giuridici di altro genere – *Verbindlichkeiten anderer Art* (cfr. R. von JHERING, *Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen*, cit., p. 29, il quale, testualmente, «*der Vertrag Verbindlichkeiten anderer Art hervorbringen kann, insofern dieselben nur nicht Erfüllung gerichtet sind*»)– la dottrina tedesca si è preoccupata di individuare detti altri generi di vincoli giuridici nella buona fede e nell'affidamento capaci di, per l'appunto, generare nuove forme di responsabilità (cfr., in tal senso, C. CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità, responsabilità e la ricerca della chance perduta*, cit., pp. 6 ss.).

<sup>304</sup> La responsabilità precontrattuale è, oggi, prevista dal § 311, commi secondo e terzo, B.G.B. con l'entrata in vigore, il 1° gennaio 2002 (le disposizioni *de quibus* sono, tuttavia, entrate in vigore un anno dopo), della *Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts* (*rectius*, legge sulla modernizzazione del diritto delle obbligazioni), là dove si è previsto che un rapporto obbligatorio, caratterizzato dagli obblighi di protezione di cui al § 241 B.G.B. (anch'esso innovato con la predetta riforma nel senso di aver previsto un obbligo, per le parti di un contratto, di avere riguardo per i diritti, beni giuridici ed interessi dell'altra parte – «*das Schuldverhältnis kann nach seinem Inhalt jeden Teil zur Rücksicht auf die Rechte, Rechtsgüter und Interessen des anderen Teils verpflichten*») sorge anche in ragione dell'avvio di trattative funzionalizzate alla conclusione di un contratto, dall'ipotesi in cui, in vista di un'eventuale relazione negoziale, una parte accordi all'altra la possibilità di incidere sui propri diritti, beni ed interessi, o gliene affidi la protezione, oppure da contatti negoziali similari. Simili obbligazioni, nondimeno, sorgono anche nei confronti dei terzi in ragione dell'affidamento che eventualmente possa suscitarsi nei confronti di essi. Sul punto, si veda G. HOHLOCH, *La codificazione degli obblighi di protezione e della responsabilità per culpa in contrahendo*, in *La riforma dello Schuldrecht tedesco: un modello per il futuro diritto europeo delle obbligazioni e dei contratti?*, G. Cian (a cura di), Padova, Cedam, 2004, pp. 247 – 254. Sulla modernizzazione del diritto delle obbligazioni tedesco e sul significato da attribuire alla categoria degli obblighi di protezione sì come introdotti nel § 311 B.G.B., si veda, in maniera condivisibile, A. DI MAJO, *Giustizia e "materializzazione" nel diritto delle obbligazioni e dei contratti tra (regole di) fattispecie e (regole di) procedura*, in *Europa e diritto privato*, 3, 2013, pp. 767 ss.

<sup>305</sup> A norma del § 823 B.G.B. «*chi dolosamente (vorsätzlich) o colposamente (fahrlässig) lede illecitamente (widerrechtlich verletzt) la vita, il corpo, la salute, la libertà, la proprietà o un altro diritto altrui (ein sonstiges Recht eines anderen), è obbligato (verpflichtet) verso l'altro al risarcimento (zum Ersatz) del danno da ciò derivante (des daraus entstehenden Schadens verpflichtet). Lo stesso obbligo incombe su chi viola una legge che mira alla tutela di un altro. Se secondo il tenore della legge è possibile una violazione di questa anche senza colpa, l'obbligo di risarcimento sorge nel solo caso di colpa*». In tal senso, si veda P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 101 ss.

<sup>306</sup> Trattasi delle violazioni contrattuali cc.dd. "positive" (o "duties of specific performance") ossia quelle ipotesi in cui il debitore, pur non essendo in mora né avendo cagionato l'impossibilità della prestazione, ponga in essere condotte contrarie all'attuazione dell'obbligo. Si veda, sul punto, C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, cit., p. 2; ID., *Vaga culpa in contrahendo: invalidità*,

non aveva approntato specifica disciplina, la dottrina di quell'ordinamento<sup>307</sup> ha elaborato la teoria delle c.d. *Schutzpflichten* (obblighi di protezione), ossia di quegli obblighi accessori all'obbligo di prestazione ma che avevano, comunque, lo scopo di attuare gli interessi negoziali in gioco.

In particolare, valorizzando il predetto approccio, gli studi della dottrina tedesca si sono spinti ad individuare nel legittimo affidamento una fonte di obbligazione *ex lege* senza obbligo primario di prestazione (*i.e. Schuldverhältnis ohne primäre Leistungspflicht*<sup>308</sup>) che, ove non adempiuta, fosse meritevole di ricevere tutela risarcitoria secondo la disciplina della responsabilità contrattuale<sup>309</sup>,

---

*responsabilità e la ricerca della chance perduta*, cit., pp. 1 ss.; F. RANIERI, *Europäisches Obligationenrecht: Ein Handbuch mit Texten und Materialien*, III, Wien, Springer-Verlag, 2009, pp. 1346 ss. La *positive Vertragsverletzung* è stata codificata con la *Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts*, ai §§ 241, comma secondo, 280, commi primo e terzo, 281, 282, 323, comma primo e 324 B.G.B. Cfr., sul punto, G. HOHLOCH, *La codificazione degli obblighi di protezione e della responsabilità per culpa in contrahendo*, cit., p. 244, nota 4.

<sup>307</sup> Cfr. H. STOLL, *Abschied von der Lehre von der positiven Vertragsverletzung* *Vertragsverletzung. Betrachtungen zum dreißigjährigen Bestand der Lehre*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 136, 1932, pp. 285 ss.; ID., *Vertrag und Unrecht*, 2, Tübingen, Halbbände, 1936, p. 125; ID., *Il contratto i terzi*, in *Annuario di diritto tedesco*, S. Patti (a cura di), Milano, Giuffrè, 2000, pp. 17ss. Più di recente, K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, cit., pp. 104 ss.; C. W. CANARIS, *Ansprüche wegen «positive Vertragsverletzung» und «Schutzwirkung für Dritte» bei nichtigen Verträgen*, in *Juristenzeitung*, 1965, pp. 475 ss.; ID., *Norme di protezione, obblighi di traffico, doveri di protezione*, in *Rivista critica di diritto privato*, 1983, pp. 567 ss., secondo il quale *nell'attuale situazione normativa, la responsabilità per colpa – e l'interno sistema della responsabilità nel suo complesso – possono essere pienamente compresi solo se assieme ad essi si valutino la responsabilità derivante da un "rapporto particolare" e, segnatamente, la responsabilità derivante da "violazioni positive del credito" e da "culpa in contrahendo". Ciò va al di là dell'inadempimento del contratto propriamente inteso. (...) La responsabilità derivante da un "rapporto particolare" ha, rispetto alla responsabilità aquiliana, una funzione sua propria, tanto che ad essa sono applicabili le regole relative alla violazione dei contratti, e ciò sia che si tratti di trasgressione dei patti contrattuali in senso stretto, sia che si tratti di una forma di responsabilità connessa all'altrui affidamento». Sull'elaborazione dei doveri di protezione di Stoll, si veda, F. BENATTI, *Osservazioni in tema di «doveri di protezione»*, Milano, Giuffrè, 1964, pp. 465 – 466, secondo il quale «con l'instaurarsi di un rapporto contrattuale le parti espongono le proprie sfere giuridiche al pericolo che dall'attività dell'una possa derivare un danno alla persona o al patrimonio dell'altra; interviene allora il principio della buona fede a regolare il comportamento dei soggetti, creando una serie di obblighi diretti alla protezione degli interessi che potrebbero essere pregiudicati da quella attività. Questi doveri sono definiti, in ragione dello scopo cui tendono, doveri di protezione (Schutzpflichten)».*

<sup>308</sup> Cfr. K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, cit., p. 104, il cui paragrafo nono della monografia è rubricato, giustappunto, «*Gesetzliche Schuldverhältnisse ohne primäre Leistungspflicht aus geschäftlichem Kontakt*».

<sup>309</sup> Cfr. K. BALLERSTEDT, *Zur Haftung für culpa in contrahendo, bei Geschäftsabschluss durch Stellvertreter*, cit., pp. 506 ss.; K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, cit., pp. 104 ss.; C. W. CANARIS, *Norme di protezione, obblighi di traffico, doveri di protezione*, cit., pp. 568, 802, secondo il quale i doveri di prestazione «sono finalizzati alla realizzazione ed alla promozione dell'interesse alla prestazione, i doveri di protezione alla protezione dei restanti beni della controparte». Emblematici sono gli esempi proposti dalla citata dottrina (Canaris) del danno cagionato dalla rottura di una tribuna nei confronti di chi non avesse ancora acquistato il biglietto ma fosse in fila per farlo ovvero nei confronti del minore accompagnato da chi avesse (ovvero stesse per) acquistare il biglietto ovvero ancora del familiare che stesse accompagnando il promissario acquirente del biglietto ma che non fosse intenzionato ad assistere allo spettacolo. In tutti questi casi, riconoscere al terzo che a vario titolo viene in contatto con il rapporto negoziale (anche precontrattuale,

all'uopo evidenziandosi come quella precontrattuale si configurasse quale una *species* del più ampio *genus* costituito, per l'appunto, dalla responsabilità da violazione dell'affidamento legittimo (*Vertrauenshaftung*).

La fonte dell'affidamento, di poi, si rinveniva nella esistenza di un "rapporto particolare"<sup>310</sup>, ovvero "particolare relazione" (volendosi utilizzare l'espressione utilizzata nei sistemi di *common law*<sup>311</sup>), tra il soggetto danneggiante e quello danneggiato in ragione della esistenza di un preesistente obbligo *ex lege* ovvero e comunque in ragione della prossimità del terzo danneggiato all'obbligo di prestazione del danneggiante, là dove questo si fosse inserito in un rapporto contrattuale.

Ovviamente, il banco di prova maggiormente proficuo del richiamato orientamento era quello delle informazioni inesatte al mercato in cui, rilevatasi la particolare *expertise* dell'informante nonché gli obblighi sullo stesso gravanti *ex lege*, si riteneva fosse legittimo l'affidamento fondato dall'informato sulla correttezza delle informazioni ricevute.

Proprio per questa via, lo statuto della responsabilità contrattuale avrebbe esteso il proprio perimetro per merito del «*sempre più intenso raffinamento di competenze richieste ai protagonisti della vita socio-economica*»<sup>312</sup>.

In particolare, la propensione costantemente crescente alla specializzazione ed all'affinamento degli strumenti tecnici, nonché l'aumentata *expertise* richiesta soprattutto in settori come quello del mercato finanziario, ha, complementariamente, accentuato *il margine di affidamento riposto dai consociati* in ordine alle competenze e professionalità dei soggetti chiamati a compiere attività che coinvolgano, nel caso del rating, direttamente, interessi generali<sup>313</sup>, tanto da

---

s'intende) la medesima tutela accordata alla parte negoziale sarebbe una «*stringente esigenza di giustizia*», dovendosi ammettere l'esistenza di un «*unitario rapporto di protezione*» avente titolo nella "legge", cioè in forza del diritto positivo (non scritto), comprensivo di "doveri di protezione", tanto prima che dopo la conclusione del contratto». P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 102.

<sup>310</sup> Cfr. C. W. CANARIS, *Norme di protezione, obblighi di traffico, doveri di protezione*, cit., p. 806.

<sup>311</sup> Nel sistema anglosassone, infatti, si discorre, in dette ipotesi, di *special relationship*, diversa da quella riguardante un rapporto fiduciario. Cfr., A. CORNOLÒ, *La responsabilità da status professionale nel settore bancario*, in *Magistra, Banca e Finanza*, 2002, *passim*.

<sup>312</sup> Cfr. R. CALVI, *Expertise degli strumenti ad arco e affidamento nel prisma della responsabilità senza contratto*, in *Circolazione di modelli giurisprudenziali in Europa: il caso degli "obblighi di protezione" (un'importazione utile? Dalla Germania all'Italia)*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 1, 2010, p. 1. Sull'esponenziale allargamento dei confini della responsabilità contrattuale, si veda L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, cit., p. 45.

<sup>313</sup> Si veda R. CALVI, *Expertise degli strumenti ad arco e affidamento nel prisma della*

discorrersi anche di responsabilità c.d. da *status* professionale<sup>314</sup>.

### ***3.2. L'obbligazione senza prestazione nella dottrina e giurisprudenza italiana. L'applicazione del modello alla responsabilità del rater per le inesatte informazioni all'investitore.***

Nella versione italiana della *Vertrauenshaftung*, l'affidamento non tollerebbe che la responsabilità dei richiamati individui possa equipararsi a quella del "passante", ma, invero, neppure in quella del contraente destinatario di una specifica e ben determinata obbligazione di prestazione<sup>315</sup>.

Ed ecco che, quella dottrina<sup>316</sup> che ebbe ad interrogarsi sulla capacità "espansiva" della teorica della *culpa in contrahendo* che da *von Jhering* a Mengoni ha visto ridurre i confini del torto, ha individuato, percorrendo l'esperienza tedesca appena sommariamente descritta, spazi di tutela per tutte quelle obbligazioni che in un rapporto contrattuale sarebbero state intese come accessorie ma che, dinanzi all'affidamento legittimo ed al tradimento di detto affidamento, sarebbero divenute fonte di responsabilità da ascrivere al modello di responsabilità contrattuale, potendo avere una efficacia autonoma ed indipendente dall'esistenza di un determinato obbligo di prestazione<sup>317</sup> e che, rispetto alla responsabilità precontrattuale sono indicative di lesioni uguali sul piano formale e diverse unicamente su quello temporale<sup>318</sup>.

Rispetto alla obbligazione di prestazione, le obbligazioni, per così dire, *diverse* proteggono un interesse che è quello alla integrità della propria sfera giuridica il cui contenuto risulta essere ampio e flessibile, poiché non costretto dai

---

*responsabilità senza contratto*, cit., p. 1.

<sup>314</sup> In tal senso si esprime A. CORNOLÒ, *La responsabilità da status professionale nel settore bancario*, cit., *passim*.

<sup>315</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 446, secondo il quale si tratterebbe di «ipotesi nelle quali la forma giuridica del torto extracontrattuale appare insufficiente in quanto annega in una troppo generica responsabilità del passante o responsabilità del chiunque – riprendendosi la definizione utilizzata da C. W. CANARIS, *Täterschaft und Teilnahme bei culpa in contrahendo*, in *Festschrift Hans Giger*, cit., p. 95 – caratterizzata dal mettere in relazione soggetti fino a quel momento estranei, il danno cagionato da un soggetto a un altro, nei confronti del quale uno specifico obbligo di attenzione esiste già. Si comprende d'altra parte come, nel raffronto con l'obbligazione ordinaria, questi casi presentino un aspetto problematico, privi come sono di quello che finora è stato considerato non solo il cuore del rapporto obbligatorio ma anche il suo requisito impreteribile, la prestazione».

<sup>316</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., pp. 443 ss.; ID., *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, cit., pp. 147 ss. il quale, a sua volta, trae spunto da K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, cit., pp. 104 ss.

<sup>317</sup> Insiste, più di recente, sul punto C. CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità, responsabilità e la ricerca della chance perduta*, cit., pp. 1 ss.

<sup>318</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, cit., p. 2.



limiti del contratto<sup>319</sup>.

Alla base di detto approdo, vi è, da un lato, l'idea che la responsabilità extracontrattuale sia espressione di una pura logica del *non facere*, ossia qualificata come *culpa in faciendo* scaturente dalla lesione *tout court* di un diritto senza alcuna mediazione di violazione di obblighi<sup>320</sup> in cui è solo il danno a far incontrare due *cives* che in precedenza erano del tutto estranei l'uno all'altro<sup>321</sup> e, dall'altro, una differente concezione della responsabilità contrattuale e dell'obbligazione da non intendersi come un rapporto a struttura puramente lineare ai cui poli (lato passivo ed attivo) si situerebbero il debito ed il credito, bensì a struttura complessa in cui convivono l'obbligo di prestazione e gli obblighi collaterali ovvero accessori (c.d. *Nebenpflichten*) che veicolano il rapporto obbligatorio al concreto soddisfacimento degli interessi in giuoco<sup>322</sup>.

Nondimeno, il richiamato sviluppo dottrinario ha permesso di ritenere gli obblighi di protezione esistenti *ab origine* ed «*avulsi da un obbligo di prestazione e ciononostante in grado di dar vita, in caso di danno, a responsabilità contrattuale come conseguenza tipica della violazione di obblighi*»<sup>323</sup>.

---

<sup>319</sup> Cfr. A. DI MAJO, *Giustizia e "materializzazione" nel diritto delle obbligazioni e dei contratti tra (regole di) fattispecie e (regole di) procedura*, cit., pp. 767 ss.

<sup>320</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, cit., p. 215.

<sup>321</sup> Da questo punto di vista, nell'illecito aquiliano il rapporto segue (e non precede) il danno, mentre nel rapporto contrattuale ovvero obbligatorio ovvero ancora, utilizzando la più recente prospettazione di C. CASTRONOVO, *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Europa e diritto privato*, I, 2011, pp. 55 ss., nella responsabilità relazionale, il danno consegue alla esistenza di un rapporto obbligatorio stabilito *ex lege* ovvero *ex factoo acto*. Sul punto, si veda E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 67 ed, in particolare, nota 41, secondo il quale «*questa conclusione poggerebbe sulla rivalutazione del requisito di "ingiustizia" del danno, cui si restituirebbe il senso di una deliberata scelta del legislatore di sottrarre alla discrezionalità dell'interprete il compito della definizione dell'area dei danno risarcibili. La riconduzione del requisito dell'ingiustizia alla sua tradizionale funzione di "tipizzazione" degli illeciti comporta, infatti, quale inevitabile conseguenza, l'assoluta negazione della risarcibilità, per via aquiliana, delle (presunte) lesioni della c.d. libertà negoziale o della c.d. libertà di autodeterminazione o ancora del c.d. diritto all'integrità del patrimonio: situazioni soggettive, queste, delle quali dovrebbe, infatti, escludersi la qualificazione in termini di "diritti". Immediate le conseguenze sul piano della responsabilità da false informazioni: esclusa la ricorrenza di una situazione giuridica soggettiva di vero e proprio "diritto" di cui si possa immaginare la lesione, ne consegue la assoluta impraticabilità del tentativo volto a rinvenire un fondamento extracontrattuale alla generale responsabilità, anche per colpa, del falso informante*»; M. FRANZONI, *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, cit., p. 1693, secondo il quale «*la responsabilità da fatto illecito ha un contenuto risarcitorio, poiché l'illecito ha causato un danno ingiusto, mentre la responsabilità da contatto sociale ha un contenuto risarcitorio, poiché è stata inadempita l'obbligazione sorta dal fatto (art. 1173 c.c.)*».

<sup>322</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, cit., p. 1; ID., *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, pp. 123 ss. Sulla *Nebenleistung*, si veda, altresì, F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, cit., pp. 263 ss.

<sup>323</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 448; ID., *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, pp. 123 ss.

Il percorso che conduce alla teorizzazione di detta forma di responsabilità individua l'esistenza dello *status* professionale quale vera e propria fonte, di fatto atipica, di obbligazione che parrebbe, di poi, fondata sul piano *pregiuridico* dalla coscienza sociale<sup>324</sup>. D'altro canto, l'obbligazione da *status* così individuata verrebbe costruita secondo il canone dell'applicazione analogica dell'obbligo di buona fede precontrattuale<sup>325</sup>.

In particolare e su di un piano teorico, la norma precontrattuale confermerebbe l'esistenza di rapporti obbligatori connotati non da un obbligo primario (positivo) di prestazione, bensì da un mero obbligo (negativo) di protezione, che, rispetto all'ipotesi aquiliana, abbonderebbero della presenza di un vincolo bilaterale determinato mentre, rispetto alla ipotesi contrattuale, difetterebbero dell'obbligo di prestazione. Preso atto della presenza di detti obblighi, si è ritenuto che l'affidamento per il quale si riconosce tutela in via precontrattuale potrebbe ricevere, analogicamente, medesima tutela ogni qualvolta la professionalità e la competenza del soggetto su cui incombe un obbligo previsto *ex lege* ne legittimi l'esistenza.

V'è subito da chiarire che la questione investe direttamente i temi di carattere generale sulla attualità della bipartizione “*responsabilità contrattuale-extracontrattuale*” e sulla necessità di individuazione di una terza e, perché no, una quarta e chissà quante altre vie classificatorie dei tipi di responsabilità ovvero ancora sulla unificazione del modello di responsabilità civile i cui tratti distintivi andrebbero sempre più spesso assottigliandosi sotto la scure della “disciplina speciale”<sup>326</sup>.

Secondo questa impostazione, *ratio* dell'illecito aquiliano sarebbe la distruzione di ricchezza già esistente e la correlata responsabilità non sarebbe

---

<sup>324</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 22 gennaio 1999, n. 589, cit., secondo cui «a questo tipo di operatore professionale la coscienza sociale, prima ancora che l'ordinamento giuridico, non si limita a chiedere un non facere e cioè il puro rispetto della sfera giuridica di colui che si rivolge fidando della sua professionalità, ma giustappunto quel facere nel quale si manifesta la perizia che ne deve contrassegnare l'attività in ogni momento». Si veda, sul punto, altresì, I. PARTENZA, *L'assicurazione di responsabilità civile generale*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 147; E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 69.

<sup>325</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 69.

<sup>326</sup> L'assottigliamento della tradizionale distinzione viene evidenziato da N. B. CLERICI, L. A. BOTTAI, C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, cit., p. 71. In Germania, sostiene l'esistenza di una terza via C. W. CANARIS, *Norme di protezione, obblighi di traffico, doveri di protezione*, cit., pp. 802 ss. Per una critica agli orientamenti, rispettivamente, di *reductio ad unum* delle due responsabilità e di individuazione di una “terza via” di responsabilità, distinta da entrambe, si veda C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., pp. 449 ss.

invocabile in presenza di strutture relazionali forti ma solo in contesti che, prima del sorgere dell'obbligazione risarcitoria, si caratterizzerebbero per la totale mancanza di relazionalità tra danneggiante e danneggiato (= è il danno a far incontrare i due *cives*); nondimeno, il danno ingiusto di cui all'art. 2043 c.c. non sarebbe espressione del principio di atipicità dell'illecito, bensì norma generale volta a sanzionare interessi giuridici meritevoli di tutela precipitati normativi delle situazioni giuridiche soggettive riconosciute dall'ordinamento: in questo quadro, non sussistendo un diritto soggettivo all'esattezza dell'informazione, l'eventuale danno che dovesse prodursi in ragione dell'inesatta informazione resa dall'informante (ed anche prescindendosi dall'elemento soggettivo) non albergherebbe nei confini del torto, di guisa che l'unica via per avanzare pretesa risarcitoria sarebbe la responsabilità da lesione dell'affidamento secondo le regole della responsabilità contrattuale.

Si tratterebbe, in particolare ed avutosi riguardo alle applicazioni giurisprudenziali che detto modello dogmatico-concettuale ha ricevuto, di tutte quelle fattispecie concrete caratterizzate dalla presenza di una obbligazione senza obbligo primario di prestazione in cui il «*danno si inquadra in un rapporto il cui contenuto, in assenza di un obbligo di prestazione, è costituito da obblighi di protezione*»<sup>327</sup>, come il rapporto che si instaura tra medico di struttura sanitaria e

---

<sup>327</sup> Cfr. A. SANTORO, *La responsabilità da contatto sociale*, cit., p. 33.

paziente<sup>328</sup> ovvero tra cittadino e pubblica amministrazione<sup>329</sup> ovvero ancora tra

<sup>328</sup> La tematica degli obblighi di protezione che sorgerebbero in ragione di un contatto sociale instauratosi tra medico e paziente, nei cui confronti il primo non ha un obbligo di prestazione, di contro esigibile dalla struttura sanitaria di cui il medico è dipendente, è stata il primo banco di prova della teorica dell'obbligazione senza prestazione. In questo settore, giro di boa è stato l'intervento della terza sezione della Cassazione civile del 1999 (Cassazione civile, sez. III, 22 gennaio 1999, n. 589, *M. E., P. G., Q. M. c. Comune di Roma e Asl Usl-E Roma*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 1999, 653 ss.). Prima del predetto intervento, vi erano sostanzialmente due orientamenti. Il primo riconosceva la sussistenza di un contratto di prestazione d'opera professionale tra il paziente e l'ente ospedaliero di cui, tuttavia, non era parte il medico che materialmente provvedesse ad intervenire il quale, nei confronti del paziente, avrebbe risposto unicamente a titolo di responsabilità aquiliana (cfr., in tal senso, (Cassazione civile, sez. II, 8 marzo 1979, n. 1716, *Cirielli c. Bisaro*, in *Rivista italiana di medicina legale*, 1981, p. 880; Cassazione civile, sez. III, 21 dicembre 1978, n. 6141, *Rainone c. Osp. S. Gennaro di Napoli*, in *Foro italiano*, 4, 1979, col. 1; Cassazione civile, sez. III, 26 marzo 1990, n. 2428, *Caiaffa c. Usl n. 3 Bari e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 1, I, 1991, p. 600; Cassazione civile, sez. III, 13 marzo 1998, n. 2750, *Tomassini c. Zambon ed altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 1999, p. 2279). Il secondo, invece, accanto alla responsabilità contrattuale della struttura ospedaliera, riconosceva quella altrettanto contrattuale del medico fondandola sul disposto di cui all'art. 28 della Costituzione, ossia sul principio di diretta responsabilità di funzionari e dipendenti dello Stato e degli enti pubblici degli atti compiuti in violazione di diritti secondo le leggi penali, civili ed amministrative (cfr. Cassazione civile, sez. III, 1 marzo 1988, n. 2144, *Balestra c. Scanga*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, I, 1988, p. 604; Cassazione civile, sez. III, 11 aprile 1995, n. 4152, *Bossi c. Marconi*, in *Rivista italiana di medicina legale*, 1997, p. 1073; Cassazione civile, sez. III, 27 maggio 1993, n. 5939, *Panfili c. Borghi*, in *Giustizia civile massimario*, 1993, p. 933; Cassazione civile, sez. III, 1 febbraio 1991, n. 977, *Chiaranda c. Ospedale civile Santa Maria Angeli*, in *Giurisprudenza italiana*, I, 1, 1991, p. 1379). Con la sentenza n. 589/1999, la Corte di Cassazione, ritenuta insufficiente l'ascrivibilità all'alveo della responsabilità contrattuale del medico in ragione al mero richiamo all'art. 28 della Costituzione che, a ben vedere, non adopera alcun riferimento alla "natura" della responsabilità dei funzionari ovvero dei dipendenti dello Stato e degli enti pubblici, né tampoco alla circostanza che la responsabilità deriverebbe dal medesimo fatto – negligenza del medico – atteso che un medesimo fatto, in astratto, potrebbe dar luogo a differenti titoli di responsabilità in ragione di differente natura del precetto violato dalla condotta, ha ritenuto di poter aderire all'orientamento dottrinario che riconosce quale fonte di obbligazione la violazione dell'affidamento ingenerato in capo al paziente dal medico per il contatto (c.d. sociale) instauratosi in occasione dell'intervento, da ritenersi sussunto negli "altri fatti o atti" idonei a far sorgere obbligazione (anche risarcitoria) ai sensi dell'art. 1173 c.c. La sentenza, tuttavia, pare esser figlia di due padri nella misura in cui adoperi riferimento ai rapporti contrattuali di fatto ed al contatto sociale. Ed in effetti, mentre i rapporti contrattuali di fatto sono quelli che sorgono da contratti nulli cui la legge attribuisce, seppur limitato, valore, che contengono, per l'effetto, anche obbligazioni di prestazione e risalgono alla elaborazione datane dalla dogmatica tedesca (G. HAUPT, *Über faktische Vertragsverhältnisse*, Leipzig, Leipziger rechtswissenschaftliche Studien, 1941, *passim*; C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 487, in commento alla sentenza citata; ID., *La responsabilità civile in Italia al passaggio del millennio*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2003, p. 122; L. RICCA, *Sui cosiddetti rapporti contrattuali di fatto*, Milano, Giuffrè, 1965, *passim* e specialmente pp. 6 – 7; C. ANGELICI, *Rapporti contrattuali di fatto*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1991, p. 1), il *Sozialer Kontakt* ha ben altri lidi di provenienza, di cui s'è già discusso. Ad ogni buon conto, la predetta decisione ha il merito di introdurre nel dibattito giurisprudenziale il tema dell'obbligazione senza prestazione e della disciplina applicabile a detto istituto. Sul punto, di poi e nel medesimo senso in giurisprudenza, si veda, *ex multis*, Cassazione civile, sez. III, 30 giugno 2011, n. 14405, *C.A. c. M.V. e altri*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 12, 201, pp. 2525 ss.; Cassazione civile, SS. UU., 11 novembre 2008, n. 26972, *A.L. c. S.F.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2009, pp. 38 ss.; Cassazione civile, SS. UU., 11 gennaio 2008, n. 577, *G. c. Soc. R. assicurazioni e altro*, in *Foro italiano*, I, 2, 2008, col. 455. In *obiter dictum*, di recente, Cassazione civile, sez. III, 23 maggio 2014, n. 11522, *Baroncini c. Casa Cura Anna Spa ed altri*, in *Giustizia civile massimario*, 2014; Cassazione civile, sez. III, 22 maggio 2014, n. 11363, *P.C. e altri c. Centro radiologico diagnostica nobiliare s.r.l.e altri*, in *Diritto e giustizia*, 2014; Cassazione civile, sez. IV, 17 aprile 2014, n. 8940, *Asl Novara c. Agazzone ed altri*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014, pp. 803 ss.; Cassazione civile, sez. III, 4 aprile 2014, n. 7909, *Ministero della Difesa c. Russo ed altri*, in *Giustizia civile massimario*, 2014; Cassazione civile, sez. III, 12 dicembre 2013, n. 27855, *B.M. e altro c. M.A. e altro*, in *Diritto e giustizia online*,

2013; Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2013, n. 17573, *P.D.F. c. Az. Ospedaliera Pisana*, in *Diritto e giustizia online*, 2013; Cassazione civile, sez. III, 26 febbraio 2013, n. 4792, *O.F. c. Soc. Villa Santa Maria casa di cura e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 2013. Si evidenzia come l'orientamento recente tende ad aggravare l'onere della prova del nesso causale tra inadempimento e danno in capo al paziente prevedendosi che là dove, ad esito del giudizio, permanga incertezza del nesso causale tra condotta del medico e danno, tale incertezza ricada sul paziente e non sul medico.

La dottrina, in tema di responsabilità medica da contatto sociale, è sostanzialmente sconfinata, sicché ci si limita a citare, in senso critico, A. DI MAJO, *L'obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*, in *Il corriere giuridico*, 4, 1999, pp. 441 – 451; M. GORGONI, *Dalla matrice contrattuale della responsabilità nosocomiale e professionale al superamento della distinzione tra obbligazioni di mezzo e di risultato*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 4, 2008, pp. 856 ss. Di recente, per una disamina della giurisprudenza, L. GAVAZZI, *La responsabilità della struttura sanitaria e del medico dipendente: breve excursus sulle evoluzioni giurisprudenziali che hanno caratterizzato la materia*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 12, 2011, pp. 2533 ss.; L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, cit., p. 45.

<sup>329</sup> In giurisprudenza, il *leading case* è Consiglio di Stato, sez. V, 6 agosto 2001, n. 4239, *Comune Frattamaggiore c. Lupoli*, in *Rivista Corte dei Conti*, 5, 2001, pp. 243 ss.; di poi, anche se in termini meno espliciti, Consiglio di Stato, sez. V, 8 luglio 2002, n. 3796, *Morello c. Comune di Castiglione della Pescaia*, in *Appalti Urbanistica Edilizia*, 2002, p. 654; di recente, TAR Campania (Napoli), sez. IV, 22 maggio 2013, n. 2641, *S.G. c. Università degli studi Federico II di Napoli ed altro*, in *Foro amministrativo TAR*, 5, 2013, pp. 1683 ss.; Cassazione civile, sez. III, 15 maggio 2013, n. 11751, *Ministero dell'istruzione c. Z.C. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2013, pp. 1005 ss.; Tribunale di Lecce, sez. I, 11 settembre 2012, n. 1959, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2013, pp. 295 ss.; TAR Campania (Napoli), sez. VIII, 5 giugno 2012, n. 2646, *B.L. S.r.l. c. Comune di Napoli*, in *Foro amministrativo TAR*, 6, 2012, pp. 2051 ss.; Cassazione civile, sez. I, 20 dicembre 2011, n. 27648, cit. e, soprattutto, Cassazione Civile, sez. I, 10 gennaio 2003, n. 157, *Vitali c. Comune di Fiesole*, in *Foro amministrativo CDS*, 2, 2003, pp. 479 ss., con nota di P. SIRACUSANO, *La nuova (e «vera») svolta della Cassazione sulla c.d. risarcibilità dell'interesse legittimo: i doveri di comportamento della pubblica amministrazione verso la logica garantistica del rapporto*, in *Foro amministrativo CDS*, 2, 2003, pp. 480 ss. La possibilità di riconoscere una responsabilità da contatto sociale per i danni cagionati dalla pubblica amministrazione per lesione di interesse legittimo per illecito provvedimento è stata esclusa da Consiglio di Stato, sez. IV, 27 novembre 2010, n. 8291, *Soc. Bussento c. Comune Santa Mar.*, in *Foro italiano*, III, 4, 2011, pp. 192 ss.; Consiglio di Stato, sez. V, 27 marzo 2013, n. 1833, *Comune di Treviso c. Soc. Il Sestante coop.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2013, pp. 1001 ss.

In dottrina, già C. CASTRONOVO, *Responsabilità civile per la pubblica amministrazione*, in *Jus*, 1998, p. 668, secondo il quale *l'etichetta, malaugurata e inadeguata ma del tutto pacifica della responsabilità della pubblica amministrazione come responsabilità contrattuale sta a indicare soltanto la responsabilità da violazione di obblighi cioè di doveri che si configurano all'interno di un rapporto. E tale abbiamo visto essere la responsabilità della P.A. ogni volta che questa sa corso a un provvedimento illegittimo, cagionando danno al soggetto titolare dell'interesse che la norma violata intende tutelare*. Più di recente, lo stesso C. CASTRONOVO, *La «civiltà» della pubblica amministrazione*, in *Europa e diritto privato*, 3, 2013, pp. 637 ss., il quale dà atto, criticandolo, del cambio di rotta intervenuto nel Consiglio di Stato. Nello stesso senso, G. P. CIRILLO, *Danno da illegittimità dell'azione amministrativa e giudizio risarcitorio. Profili sostanziali e processuali*, Padova, Cedam, 2001, *passim*; ID., *Danno da illegittimità dell'azione amministrativa e giudizio risarcitorio. L'introduzione e l'indice di uno studio*, su [giustizia-amministrativa.it](http://giustizia-amministrativa.it); S. VERZARO, *L'azione di risarcimento del danno verso la pubblica amministrazione. Il «contatto» amministrativo convince il Consiglio di Stato: effetti sulla prova della colpa dell'amministrazione*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2001, p. 975; M. PROTTO, *La responsabilità della p.a. per lesione di interessi legittimi come responsabilità da «contatto» amministrativo*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2011, p. 213; M. C. CAVALLARO, *Potere amministrativo e responsabilità civile*, Torino, Giappichelli, 2004, pp. 322 ss. La possibilità di assoggettare al regime di responsabilità da contatto la pubblica amministrazione passa per il superamento del principio di supremazia dell'amministrazione rispetto al cittadino (*rectius*, superiorità interesse generale rispetto all'interesse particolare) ed all'accettazione di un principio di equiparazione dei sottesi interessi delle parti. Detto superamento è stato raggiunto con la valorizzazione dei principi costituzionali di buon andamento, efficacia, efficienza ed economicità dell'azione amministrativa di cui all'art. 97 della Costituzione avvenuta attraverso l'introduzione,

alunno ed insegnante<sup>330</sup>, nonché in altre fattispecie in cui la particolare posizione del soggetto su cui grava un obbligo *ex lege* giustifica, per il ristoro dei danni che dovesse cagionare nell'esercizio della propria professione, l'applicazione del modello di responsabilità contrattuale<sup>331</sup>.

---

nel procedimento amministrativo, del diritto di difesa e del principio del contraddittorio tanto che, alcuna dottrina, ha ritenuto potersi applicare, a detta fase, gli obblighi di correttezza e buona fede di cui agli artt. 1337 e 1338 c.c. (cfr., in tal senso, F. G. SCOCA, *Per un'amministrazione responsabile*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 1999, pp. 4045 ss.). La funzionalizzazione dell'azione amministrativa determina, per l'effetto, il sorgere di obblighi di protezione in capo all'amministrazione, cui non si affianca un obbligo di prestazione ed il procedimento amministrativo diviene il luogo in cui si concretizza il "contatto sociale". In tale contesto, la tutela risarcitoria sorgerebbe indipendentemente dalla prova della spettanza del bene della vita e senza che venga neppure che risulti necessario prognosticarne detta spettanza, nonché a prescindere dal tipo di vizio che investirebbe il provvedimento amministrativo. A detto approccio si è obiettato che le garanzie assicurate al privato dal procedimento amministrativo, lungi dal tradursi in obblighi di protezione attraverso cui si impone all'amministrazione di preservare la posizione di un singolo, tenderebbero unicamente a regolamentare l'esercizio della funzione amministrativa all'interno della dinamica del rapporto cittadino e pubblica amministrazione. Sul dibattito appena sommariamente descritto, cfr. A. SANTORO, *La responsabilità da contatto sociale*, cit., pp. 121 – 125.

Vi è, da ultimo, da valorizzare l'intervento realizzato con l'entrata in vigore del codice del processo amministrativo, il cui art. 30 prevede una specifica ipotesi di azione per richiedere il soddisfo da danno cagionato da illegittima attività della pubblica amministrazione. La predetta responsabilità parrebbe essere di natura aquiliana, ma dubbi sono sorti in giurisprudenza fin dall'inizio sulla legittimità costituzionale di detta disciplina soprattutto nella parte in cui prescrive il termine decadenziale di centoventi giorni dalla data in cui il fatto si sarebbe verificato ovvero dalla conoscenza del provvedimento, se il danno derivi da questo, per l'esperimento dell'azione. Resta da capire se, accanto a detto strumento, si possa affiancare quello contrattuale (in tal caso, l'azione *ex art. 30 c.p.a.* avrebbe carattere residuale) ovvero se la fattispecie astratta di cui al neonato codice del processo amministrativo sia idonea ad attrarre tutte le azioni per danni contro la pubblica amministrazione.

<sup>330</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 10 maggio 2013, n. 11143, *A. G. c. Ministero Istruzione Università Ricerca*, in *Danno e responsabilità*, 6, 2014, pp. 605 ss., con nota di A. PARZIALE, *La responsabilità dell'insegnante per danno autocagionato dall'allievo tra "contatto sociale" e causa ignota*, *ivi*, pp. 606 ss.; Cassazione civile, sez. III, 8 febbraio 2012, n. 1769, *Q. c. Ministero P.I. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 5, 2012, pp. 1538 ss. A. COCCHI, *La responsabilità per i danni da cose in custodia e quella derivante da contatto sociale per le lesioni autocagionate dall'allievo*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 5, 2012, pp. 1547 ss.; M. COCUCCHIO, *Responsabilità dell'insegnante per mancata protezione del minore*, in *Giustizia civile*, 12, 2011, pp. 2932 ss. di commento a Cassazione civile, sez. III, 3 marzo 2010, n. 5067, *Gambardella c. Ministero dell'istruzione e altro*, in *Giustizia civile*, I, 12, pp. 2931 ss.; D. CHINDEMI, *La responsabilità dell'insegnante per i danni subiti dall'allievo*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 10, 2011, pp. 2137 ss. La responsabilità da contatto sociale è stata riconosciuta anche in capo al maestro di sci per i danni subiti dall'allievo. Si veda, sul punto, P. F. DAGASSO, *La responsabilità del maestro di sci tra onere della prova e contatto sociale*, in *Diritto e fiscalità dell'assicurazione*, 1, 2013, pp. 73 ss. di commento a Cassazione civile, sez. III, 3 febbraio 2011, n. 2559, *P. A. c. Scuola Ski Snowboards Schule Dolomiter*, anche in *Giustizia civile massimario*, 2, 2011, pp. 175 ss.

<sup>331</sup> A titolo esemplificativo e, di per certo, non esaustivo, si veda l'ipotesi della responsabilità della banca per illegittimo pagamento dell'assegno non trasferibile in Cassazione civile, SS. UU., 26 giugno 2007, n. 14712, *R. e altro c. Banca Fideuram e altro*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 5, II, 2008, pp. 567, con nota di N. CIOCCA, *Responsabilità della banca girataria per l'incasso per il pagamento di assegno (di traenza) non trasferibile*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 5, II, 2008, pp. 567 ss., nonché A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, in *Corriere Giuridico*, 2007, pp. 1706 ss. ed in Cassazione civile, sez. I, 24 ottobre 2008, n. 25725, *A. c. Banca Alpi maritt.*, in *Guida al diritto*, 49, 2008, pp. 61 ss.; l'ipotesi della responsabilità della banca per omessa attivazione per evitare il protesto in Cassazione civile, sez. I, 13 maggio 2009, n. 11130, *P. c. Banca Antoniana Veneta e altro*, in *Giustizia civile*, 4, I, 2010, pp. 957 ss.; l'ipotesi della responsabilità del notaio che esegua una prestazione in favore di soggetto con

Avutosi riguardo alle direttive fornite nel *leading case* dai Giudici di Legittimità nostrani<sup>332</sup>, il danneggiato deve limitarsi a provare l'esistenza del contratto (ovvero del contatto sociale), l'insorgenza o l'aggravamento del danno e l'inadempimento astrattamente idoneo a provocare ovvero aggravare il danno lamentato, restando a carico del debitore danneggiante l'onere della prova della insussistenza di inadempimento alcuno ovvero di nesso causale col danno.

Detto modello si ritiene possa essere applicato anche (ed invero, soprattutto) alla responsabilità per le informazioni inesatte rese al mercato<sup>333</sup> nell'ipotesi, ad esempio, dei revisori contabili ovvero delle false informazioni contenute nel prospetto di cui all'art. 94, d. lgs. n. 58/1998<sup>334</sup>.

Le relazioni che si instaurerebbero ad esito della erogazione di informazioni, dovute *ex contractu* ovvero *ex lege*, nei confronti di soggetti determinati ovvero determinabili, sarebbero foriere di responsabilità da lesione dell'affidamento legittimo di detti soggetti, in ragione della specializzazione ovvero della professionalità del soggetto informante, là dove venissero fornite informazioni errate ovvero inesatte, e dalla violazione degli obblighi di protezione previsti *ex lege*<sup>335</sup>.

In tali casi, dunque, la responsabilità deriverebbe dalla lesione dell'affidamento ingenerato da una parte nei confronti dell'altra e, più in generale,

---

cui non abbia concluso un contratto d'opera in Cassazione civile, sez. III, 23 ottobre 2002, n. 14934, *De benedictis c. Somma*, in *Rivista notariato*, 2003, p. 766 (cfr., altresì, R. BARBANERA, *La responsabilità da contatto sociale approda anche tra i notai*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 1, 2004, pp. 112 ss.); l'ipotesi del mediatore nella mediazione c.d. tipica per la violazione degli obblighi di informazione in Cassazione civile, sez. I, 14 luglio 2009, n. 16382, *Società Italiana Immobiliare c. O.*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2009, pp. 1089 ss. (sul punto, si veda, altresì, A. SANTORO, *La responsabilità da contatto sociale*, cit., pp. 179 – 182); l'ipotesi del sorvegliante di incapaci ovvero del maestro d'arte per i danni cagionati dall'incapace ovvero dall'allievo a se stesso (cfr. Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2003, n. 11245, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, I, 2004, p. 491, con nota di I. CARASSALE, *Danno cagionato dall'incapace a sé medesimo: dal torto al contratto, sempre nell'ottica del risarcimento*; M. FRANZONI, *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, cit., p. 1693).

<sup>332</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 22 gennaio 1999, n. 589, cit.

<sup>333</sup> Oltre a C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., pp. 443 ss., aderisce a detto orientamento anche C. SCOGNAMIGLIO, *Sulla responsabilità dell'impresa bancaria per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Giurisprudenza italiana*, IV, 1995, col. 356; ID., *Ancora sulla responsabilità della banca per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Banca borsa e titoli di credito*, II, 1997, p. 653; A. MAZZONI, *In tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., pp. 226 ss.

<sup>334</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., pp. 507 ss.

<sup>335</sup> Da questo punto di vista, gli obblighi di protezione vengono considerati autonomi «rispetto all'obbligo di prestazione, oltre che sul piano della struttura anche su quello della fonte: nascono dalla legge anche quando fonte dell'obbligo di prestazione sia il contratto» (cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 447; ID., *Obblighi di protezione*, cit., pp. 1 ss.).

quando il danno non discenda da una «*collisione casuale o non desiderata di soggetti terzi*»<sup>336</sup>, come di contro accadrebbe nell'illecito aquiliano<sup>337</sup>.

Tratto caratteristico sarebbe, poi, quello del contatto sociale<sup>338</sup> che, unitamente al carattere relazionale<sup>339</sup> di detta forma di responsabilità, permetterebbero l'applicazione dei regimi probatori, di prescrizione e risarcibilità previsti per l'art. 1218 c.c.

Secondo certuna dottrina<sup>340</sup>, di poi, il modello della responsabilità contrattuale per violazione dell'affidamento legittimo ingenerato dal contatto sociale intessuto con un soggetto professionale sarebbe applicabile anche all'ipotesi del danno cagionato dal *rater* all'investitore in ragione dell'inesatte informazioni fornite al mercato.

In particolare, si sostiene che *ad attrarre* verso una simile soluzione vi sia «*l'idea di un contatto sociale produttivo di affidamento (e dunque generante un'obbligazione senza prestazione), connesso allo status professionale delle società di rating, da valutarsi alla stregua dell'art. 1176, comma 2*»<sup>341</sup>.

---

<sup>336</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, cit., p. 265.

<sup>337</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 107.

<sup>338</sup> La nozione di “contatto sociale” è stata introdotta da H. DOLLE, *Assergesetzliche Schutzpflichten*, in *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 1943, pp. 67 ss. In Italia, si veda F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, cit., p. 276, secondo il quale il contatto sociale si concretizza in «*qualsiasi relazione sociale instaurata per uno scopo non disapprovato dall'ordinamento*».

<sup>339</sup> Detto tipo di responsabilità è necessariamente relazionale secondo la teoria in esame, tanto da modificare alle fondamenta la dicotomia “responsabilità contrattuale-extracontrattuale”, per introdurre quella tra “situazioni relazionali” e “non relazionali”. Si veda, in tal senso, C. CASTRONOVO, *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, cit., pp. 55 ss.

<sup>340</sup> Cfr. L. GAROFALO, *Obbligazioni senza prestazione e obbligazioni naturali*, in *Trattato delle obbligazioni*, L. Garofalo (a cura di), tomo III, Vol. I, pp. 107 – 108; M. MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, cit., pp. 150 ss.; ID., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., pp. 637 ss.

<sup>341</sup> Cfr. L. GAROFALO, *Obbligazioni senza prestazione e obbligazioni naturali*, cit., pp. 107 – 108; M. MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, cit., pp. 150 ss. secondo cui «*siffatta responsabilità è indipendente dalla esistenza di un contratto tra le parti, perché è sufficiente che un affidamento abbia a realizzarsi, fondato su una specifica relazione o addirittura su di un semplice contatto*»; C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, cit., pp. 252 ss. con riferimento alle ipotesi della informazione libera ma professionale poiché il professionista, allorquando scelga di fornire l'informazione, questi sia tenuto nei confronti del (anche potenziale) destinatario alla medesima perizia ed alla stessa diligenza *ex art. 1176, comma secondo, c.c.* a cui dovrebbe là dove l'informazione fosse fornita in adempimento di un'obbligazione di prestazione. Parrebbe aderire alla predetta impostazione, altresì, F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 284, secondo il quale occorre «*accertare se l'affidamento riposto dal mercato sui giudizi espressi dalle agenzie di rating sia tale da poter enucleare un dovere in capo a queste ultime di aver particolare cura (rectius, diligenza) che le informazioni diffuse siano corrette. In merito il ruolo ed il peso specifico assunto negli ultimi anni da questi soggetti ci porta necessariamente a concludere che i voti di rating e le argomentazioni*



In tal caso, l'investitore dovrà limitarsi ad eccepire l'inosservanza dell'agenzia di rating agli obblighi impostigli dalla vigente normativa, in particolare quelli cui rimanda lo stesso art. 35 *bis*, regolamento (UE) n. 462/2013 e, segnatamente, quelli contenuti nell'allegato III al regolamento (CE) n. 1060/2009, ricadendo sulla medesima agenzia l'onere di provare di aver agito con la diligenza professionale attraverso l'allegazione di fatti e circostanze che dimostrino, ad esempio, che la valutazione realizzata si sia fondata su false informazioni fornite dall'emittente ovvero ricavabili dal mercato e non riconoscibili come tali anche applicando i criteri integrativi di correttezza e buona fede<sup>342</sup> ovvero ancora provando che l'affidamento realizzato dall'investitore sul rating non sia stato legittimo in quanto questi non abbia tenuto conto delle modifiche di valutazione intervenute nel periodo in cui il titolo fosse ancora detenuto da questi.

Alla predetta impostazione dogmatica si è eccepito in via preliminare, la circostanza che l'agenzia di rating non sarebbe da inquadrarsi nell'ambito delle professioni protette, là dove detto tipo di responsabilità sarebbe da applicarsi soltanto a questa tipologia di "danneggiati"<sup>343</sup>.

In verità, l'assunto su cui poggia la predetta critica non convince.

Ed in effetti, gli orientamenti che, nel tempo, hanno riconosciuto rilevanza al contatto sociale ed alla obbligazione che segue al legittimo affidamento realizzato dal danneggiato rispetto agli obblighi di condotta spesso espressamente previsti *ex lege*, hanno mostrato di riferirsi anche a soggetti diversi dalle categorie di professionisti cc.dd. protette<sup>344</sup>.

---

*adotte per le valutazioni finali siano portatori di un affidamento tutelabile al pari e forse con maggior vigore rispetto a quello riposto nei giudizi espressi dagli analisti finanziari».* In senso contrario, riferitamente all'ipotesi del rating, N. SALANITRO, *Capitalizzazione e crisi economica*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010, p. 136, secondo il quale la tesi per cui «le società di rating, con i loro giudizi rivolti al pubblico, assumano per ciò una responsabilità da contatto sociale (...) non sarebbe sorretta da un dato normativo sicuro»; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., *passim*; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., *passim*; A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, cit., p. 346, secondo il quale «non pare ragionevole generalizzare al punto di ravvisare siffatta responsabilità anche fra soggetti che si ignorano fra loro, là dove manchi l'estremo, indispensabile, del contatto (anche solo figurato), generatore di una aspettativa di protezione di intensità pari a quella che trae fonte da un contratto».

<sup>342</sup> Cfr. L. GAROFALO, *Obbligazioni senza prestazione e obbligazioni naturali*, cit., p. 108.

<sup>343</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 111; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 323.

<sup>344</sup> Ad esempio, al di là dall'ipotesi della responsabilità della pubblica amministrazione, si pensi alla giurisprudenza che ha riconosciuto la sussistenza di un obbligo di comportarsi secondo buona fede e, di conseguenza, la sussistenza di profili di responsabilità il cui danno conseguente fosse da risarcirsi secondo lo schema "contrattuale", in capo al datore di lavoro – imprenditore e non professionista – nei confronti dell'ex lavoratore per le (inesatte) informazioni fornite in ordine alla propria posizione previdenziale. Si veda, Cassazione civile, sez. III, 21 luglio 2011, n. 15992, *Salatto*

In verità, poi, l'attuale assetto regolamentare che interessa la materia è intriso di tali e tante regole di condotta nonché di barriere all'accesso all'esercizio della predetta attività – quanto meno affinché si possa accedere al mercato del rating “regolamentare” – da far ritenere le agenzie di rating avere addirittura un *quid pluris* rispetto alle semplici professioni intellettuali “protette” consistente nell'obbligo di esercitare l'attività attraverso determinate vesti giuridiche, con capitali e competenze peculiari ed il cui “accertamento” avviene attraverso un meccanismo europeo con l'intermediazione dell'*ESMA* che, proprio in materia, detiene l'unica competenza diretta.

Si evidenzia, inoltre, al fine di avversare l'opzione della responsabilità da contatto, l'esistenza di un *deficit* relazionale tra agenzia di rating ed investitori, almeno allorquando i giudizi vengano diffusi mediante comunicati stampa ovvero altrimenti pubblicati sui siti web o riviste specializzate e siano quindi rivolti al pubblico ed, a tal fine, si ritiene sia assolutamente irrilevante l'eventualità che l'investitore abbia acceduto ai siti internet delle predette agenzie per aver contezza del rating del titolo interessato, atteso che, in detta ipotesi, il citato accesso, da un lato, è per l'appunto una mera eventualità e, di poi, potrebbe, in certi casi, determinare una responsabilità del professionista *à la carte* come accadrebbe nell'ipotesi in cui l'investitore, avuta contezza *aliunde* del rating emesso dalla agenzia, si apprestasse in seguito a conseguire la procedura di registrazione presso il sito web per provocare il “contatto sociale”<sup>345</sup>.

Tuttavia, il predetto orientamento sembra non tener conto della più diffusa delle ipotesi in cui il rating può esser utilizzato dagli investitori per compiere una scelta di investimento, ossia quella nella quale il “voto” dell'agenzia sia “pubblicizzato” non tanto dai *mass media* quanto dagli intermediari finanziari che, d'altro canto, hanno un obbligo informativo in tal senso.

Ebbene, in detti casi, allorquando l'agenzia di rating rilascia una determinata valutazione è ben a conoscenza della circostanza che questa verrà utilizzata quale leva informativa nei confronti degli investitori sollecitati all'acquisto dagli

---

c. *Comune di Roma ed altro*, in *Foro italiano*, I, 10, col. 2636. Sul punto, altresì, A. SANTORO, *La responsabilità da contatto sociale*, cit., *passim*.

<sup>345</sup> Sul punto, si veda P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 121 – 122 il quale cita, altresì, C. CASTRONOVO, *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, cit., pp. 71 ss. il quale sottolineerebbe che l'*humus* per l'operatività dei rimedi di natura obbligatoria siano le situazioni immerse in una dimensione relazionale perché caratterizzate da obblighi tra le parti che si trovino *l'una di fronte all'altra*.

intermediari e, di per vero, poco importa che, *ex ante*, non possano individuarsi i soggetti che saranno i futuri acquirenti delle obbligazioni valutate.

D'altro canto, l'intermediario dovrà necessariamente comunicare il rating all'investitore (salvo non voglia esporsi egli, in primis, a responsabilità) ed *in re ipsa* quell'informazione entrerà nel bagaglio informativo del cliente – oltre che nel prezzo di negoziazione del titolo – concorrendo alla scelta di investimento.

Ed allora, probabilmente, occorrerà intendersi sul significato da attribuirsi al requisito della “relazionalità” in un settore in cui il “servizio” sia immateriale e che, ontologicamente e strutturalmente, non può manifestarsi con il *materiale* intervento chirurgico ovvero con la altrettanto visibile omissione di intervento sull'alunno da parte della insegnante su cui grava una posizione di garanzia, per riprendere i medesimi esempi proposti dal predetto orientamento.

Il contatto – ovvero la relazionalità – potrà ritenersi sussistere in via indiretta, per il tramite, cioè, dell'intermediario ovvero del tutto prescindersi<sup>346</sup>, per quanto si dirà *infra*.

Nondimeno, la “relazionalità” ritengo sia sicuramente individuabile nell'ipotesi in cui il danno sia cagionato agli investitori, già titolari di un prodotto strutturato ovvero di un azione ovvero ancora di una semplice obbligazione, di una società che subisca un errato *downgrading*.

In questa ipotesi i danneggiati in ragione della ingiustificata svalutazione del proprio titolo di credito sono astrattamente determinabili *ex ante*, anche se detta determinabilità, in concreto, risulterà improba soprattutto là dove si consideri che, in situazioni di questo tipo, si abbia a che fare con società a capitale (in senso lato) diffuso e quasi magmatico i cui confini sono, per così dire, liquidi (si pensi alla eventualità, tutt'altro che remota, che una stessa azione ovvero obbligazione venga compravenduta più volte in un giorno).

Esattamente come per l'ipotesi del risarcimento del danno nei confronti dei

---

<sup>346</sup> Propongono di superare la “relazionalità” ovvero la preindividuazione dei soggetti potenzialmente danneggiati, N. BERTOLINI CLERICI, L. A. BOTTAI, C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, cit., pp. 90 – 91, secondo i quali Rebus sic stantibus, «per in assenza di uno degli indici idonei a configurare la responsabilità da contatto sociale – la preindividuazione dei soggetti potenzialmente “creditori” o danneggiati – parrebbe possibile ritenere introdotta anche in questa materia la concezione dell'obbligo di protezione (senza diretta prestazione) verso gli investitori: risultano integrati, invero, gli altri criteri elaborati da dottrina e giurisprudenza, quali la preesistenza dell'obbligo protettivo e il ruolo rilevante del giudizio di rating nel processo decisionale dell'investitore (evidenziato nei Revolamenti UE, oltre che nei moduli predisposti dagli intermediari professionali al momento dell'investimento), ruolo qualificato come l'utilità determinata arrecata dal rater all'investitore, onde consentire di annoverare le nuove fattispecie nella suddetta categoria».

soci di minoranza per l'omesso avvio della procedura di offerta pubblica di acquisto di cui all'art. 106, d. lgs. n. 58/1998 (T.U.F.), di cui s'è recentemente occupata la nostra Cassazione<sup>347</sup>, anche per il *rater* sarà agevole individuare una responsabilità da inadempimento di un'obbligazione preesistente al danno in capo all'agenzia e nei confronti (oltre che dell'emittente) di tutti quei soggetti detentori di titoli azionari, obbligazionari ovvero strutturati, sia nell'ipotesi in cui la svalutazione di questi sia dipesa dal *downgrading* del titolo sia nell'ipotesi in cui detta valutazione abbia interessato la società emittente, incidendo comunque sui suoi titoli.

Se ciò è vero, si ritiene assolutamente incoerente, oltre che ingiustificatamente discriminatorio, tutelare con lo strumento della responsabilità contrattuale il già detentore di un titolo erroneamente valutato e con lo strumento aquiliano chi il titolo abbia acquistato dopo l'*upgrading* (ovvero, il semplice rating per l'ipotesi di prima valutazione) errato.

Di fatto, le due situazioni appaiono assolutamente complementari e dovrebbero esser trattate allo stesso modo.

---

<sup>347</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. I, 10 agosto 2012, n. 14400, G. Rel. R. Rordorf, *M. S. c. Soc. La Fondiaria SAI Assicurazioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2013, p. 795, in tema di omessa proposizione di un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, secondo cui «*la responsabilità nella quale incorre "il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta" (art. 1218 c.c.) può dirsi contrattuale non soltanto nel caso in cui l'obbligo di prestazione derivi propriamente da un contratto, nell'accezione che ne dà il successivo art. 1321 c.c., ma anche in ogni altra ipotesi in cui essa dipenda dall'inesatto adempimento di un'obbligazione preesistente, quale che ne sia la fonte. In tale contesto la qualificazione "contrattuale" non vale a circoscriverne la portata entro i limiti che il significato letterale di detta espressione potrebbe altrimenti suggerire, ma, in un quadro sistematico peraltro connotato da un graduale avvicinamento dei due tradizionali tipi di responsabilità, essa può discendere anche dalla violazione di obblighi nascenti da situazioni (anche non di contratto, bensì) di semplice contatto sociale, ogni qual volta l'ordinamento imponga ad un soggetto di tenere, in tali situazioni, un determinato comportamento. Ne deriva che la distinzione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale sta essenzialmente nel fatto che quest'ultima consegue dalla violazione di un dovere primario di non ledere ingiustamente la sfera di interessi altrui, onde essa nasce con la stessa obbligazione risarcitoria, laddove quella contrattuale presuppone l'inadempimento di uno specifico obbligo giuridico già preesistente e volontariamente assunto nei confronti di un determinato soggetto o di una determinata cerchia di soggetti. In quest'ottica deve esser letta anche la disposizione dell'art. 1173 c.c., che classifica le obbligazioni in base alla loro fonte ed espressamente distingue le obbligazioni da contratto (da intendersi nella più ampia accezione sopra indicata) da quelle da fatto illecito. Si potrebbe in verità anche sostenere – ed è stato sostenuto – che la nozione di obbligazione contrattuale contenuta in detto articolo ha una valenza più ristretta, e che le obbligazioni derivanti dalla violazione di specifiche norme o principi giuridici preesistenti ricadono nell'ulteriore categoria degli altri atti o fatti idonei a produrre obbligazioni in conformità dell'ordinamento giuridico, cui pure la medesima norma allude. Piuttosto che obbligazioni di natura contrattuale le si dovrebbe insomma definire obbligazioni *ex lege*, ma la questione sembra avere un valore essenzialmente terminologico, giacché in linea generale il regime cui sono soggette le obbligazioni *ex lege* non si discosta da quello delle obbligazioni contrattuali in senso stretto». A commento della predetta sentenza, si veda, A. TUCCI, *La responsabilità per violazione dell'obbligo di opa al vaglio della Cassazione*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 6, 2012, pp. 736 ss.; S. CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di opa e risarcimento del danno: il caso SAI-Fondiaria approda in Cassazione*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2013, pp. 793 ss.*

Ebbene, la possibilità di individuare il contatto sociale tra l'agenzia ed il potenziale investitore nel momento in cui l'intermediario utilizzi quella informazione (ossia, il rating) per "piazzare" il titolo permetterebbe, altresì, di superare quella incoerenza (e discriminazione) che albergherebbe nell'opposta situazione fattuale.

D'altro canto, tutti gli obblighi di *disclosure* imposti in capo all'agenzia di rating in ordine a conflitti di interesse ovvero alle metodologie applicate per l'emissione di un rating, nonché gli ulteriori obblighi previsti in capo all'agenzia di controllo sui rating da avallare ovvero sui rating sovrani, hanno l'evidente obiettivo di trasferire ricchezza informativa dall'agenzia all'investitore (non solo *retail*).

Da questo punto di vista, il tipo di responsabilità che viene a prospettarsi è più vicina a quella di inadempimento di un obbligo non foss'altro perché la normativa pare essere funzionalizzata a garantire il predetto flusso di ricchezza (informativa) e non già a tutelare la non distruzione di ricchezza esistente, come avviene per la responsabilità aquiliana<sup>348</sup>.

Tra l'altro, l'instaurazione di una relazionalità nell'ipotesi dei terzi danneggiati (indeterminati *ex ante*), a titolo esemplificativo, dall'errata "certificazione" di bilancio da parte dei revisori contabili è stata riconosciuta dalla stessa dottrina da cui si ritiene di desumere argomenti a sostegno della non utilizzabilità della tesi obbligatoria nel caso del danno da rating<sup>349</sup>.

Di per certo, la via per l'applicazione del modello di responsabilità da contatto sociale nell'ipotesi del potenziale investitore per rating errato è particolarmente ardua e come tale s'è già dimostrata nella giurisprudenza di merito che si è occupata della tematica<sup>350</sup>.

---

<sup>348</sup> Significativa è la metafora proposta da E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 46, secondo cui «la responsabilità contrattuale attiene al "giorno" del mercante, quando al mattino si reca al mercato per vendere ed acquistare; la responsabilità aquiliana attiene alla "notte" del mercante, quando alla sera si reca a casa con i risultati della sua attività a ripone la ricchezza conseguita presso la propria abitazione (il proprio piccolo regno) con la legittima aspettativa che nessuno, dolosamente o colposamente, gliela distolga».

<sup>349</sup> Cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 514, secondo il quale «si tratta della responsabilità da violazione di obblighi di correttezza e di protezione che la buona fede genera in seguito a quell'affidamento che sottrae i terzi a una generica estraneità, introducendoli nella dimensione relazionale nella quale la responsabilità diventa contrattuale. (...) Nei confronti di tali soggetti non ricorre più l'estraneità che caratterizza il fatto illecito e, d'altra parte, il soggetto professionale, ai risultati della cui opera il terzo orienterà la propria scelta, crea un affidamento specifico, assumendo correlativamente un obbligo di perizia alla stregua di quanto previsto dall'art. 1176, comma 2 per gli obblighi di prestazione».

<sup>350</sup> Cfr. *supra*, cap. 2, par. 6, con particolare riferimento alla decisione del Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 584, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013, pp. 183 – 186.



## CAPITOLO QUARTO

### **Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori: l'opzione contrattuale.**

SOMMARIO: **1. Introduzione;** **2. Il superamento del principio della relatività del contratto e la tutela del terzo su cui ricadono effetti negativi dall'esecuzione della obbligazione;** **3. L'esperienza tedesca del contratto tacito di informazione, del contratto con effetti protettivi in favore del terzo e della interferenza del terzo qualificato nel contratto altrui;** 3.1. La *Drittschutzwirkung* e la *Sachwaltervertrag* quali modelli per la responsabilità dell'agenzia di rating nell'ordinamento tedesco; 3.2. Il *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* nell'ordinamento italiano e l'applicabilità dell'impostazione alla responsabilità dell'agenzia di rating; **4. Il modello di responsabilità civile verso i terzi dell'attestatore-certificatore;** 4.1. Una specifica ipotesi di responsabilità civile da certificazione. La responsabilità ai sensi dell'art. 168, TUF e dell'art. 2409 *sexies* c.c. (oggi art. 15, d. lgs. n. 39/2010); **5. L'ipotesi del contratto (gratuito?) atipico di utilizzo;** 5.1. La natura ed il contenuto dell'obbligazione contrattuale; 5.2. Le clausole di esonero della responsabilità; 5.3. Il concorso di colpa dell'investitore e la responsabilità dell'intermediario.

#### **1. Introduzione.**

I dubbi connessi alle difficoltà nella individuazione di una relazionalità fonte di obbligazione tra agenzia di rating e terzo danneggiato da rating errato potrebbero esser sopiti accedendo ad opzioni interpretative in grado di intravedere, nel contratto di rating, una fonte esplicativa di effetti giuridici che vanno al di là delle parti del contratto.

In questa prospettiva, si ritiene utile sfruttare il percorso di ricerca solcato nell'ambito della fattispecie, consimile, della revisione contabile lì dove si è ipotizzato il superamento del principio della relatività del contratto per valorizzare la tutela del terzo sul quale ricadono gli effetti (negativi) derivanti dall'esecuzione dell'obbligazione contrattuale.

Di ausilio, in tal senso, sono gli studi che, soprattutto nell'ordinamento tedesco, hanno proposto una nuova fattispecie contrattuale tra i cui elementi tipici vi sono gli effetti protettivi nei confronti dei terzi eventualmente interessati – anche in via indiretta – dalla vicenda negoziale.

L'approccio contrattuale, come di evidenza, ha il merito di valorizzare il carattere di attestazione-certificazione del rating in un'ottica di *accountability* e consente di delineare una fattispecie di responsabilità che riduce gli oneri probatori in capo al terzo (rispetto al contratto di rating, s'intende) danneggiato dal rating errato.

Di seguito, dunque, verranno esposte alcune opzioni interpretative in grado

di inquadrare secondo lo schema contrattuale la fattispecie tipica della responsabilità civile delle agenzie di rating, avendo riguardo alle peculiarità della stessa.

## **2. Il superamento del principio della relatività del contratto e la tutela del terzo su cui ricadono effetti negativi dall'esecuzione della obbligazione.**

L'attività di rating *solicited* si esercita, solitamente, all'interno di un contratto di servizi tra l'agenzia e l'emittente, e ciò soprattutto da quando il modello *issuer-pays* model è divenuto prevalente<sup>351</sup>.

Purtuttavia, a dolersi dell'attività di valutazione realizzata di rado è la stessa società emittente che commissiona il rating, non foss'altro che per le opportunità di revisione in corso d'opera che le modalità di attribuzione del rating permettono attraverso la possibilità, per i clienti di dette agenzie, di fornire informazioni utili ad un miglioramento della valutazione iniziale, prima che il rating venga reso pubblico.

A lamentare danni, dunque, sono quasi sempre i terzi investitori e, ancora più spesso, quegli investitori che, all'atto della "pubblicizzazione" del rating, non fossero ancora tali (cc. dd. potenziali).

Ovviamente, la circostanza che un contratto possa esser mera occasione di danno nei confronti dei soggetti estranei ad esso non può escludersi in astratto, sicché, là dove detta eventualità rientrasse nelle situazioni "eccezionali", *nulla quaestio*.

Tuttavia, la circostanza che, in situazioni come quella in esame, il danno sia lamentato *normalmente* (e non eccezionalmente) da chi non sia parte di quel contratto, qualche problema, come di evidenza, lo pone. Nel caso del rating, come in generale nelle ipotesi di attività ad effetto "certificativo" ovvero "attestativo", la *regola*, infatti, è che il danno si manifesti nei confronti di un soggetto terzo rispetto al contratto.

Nondimeno, mentre nelle ipotesi normali di contatto occasionale del terzo con gli effetti del contratto, è ben possibile che esatto adempimento e danno al terzo coesistano<sup>352</sup>, nel contratto di rating siffatta possibilità è esclusa: ed in effetti, un

---

<sup>351</sup> Cfr., sul punto, *supra* cap. 1.

<sup>352</sup> Efficace è l'esempio proposto da E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato, il caso dei revisori contabili*, cit., p. 3, dell'idraulico chiamato ad effettuare una riparazione che esegua correttamente la prestazione, effettuando detto intervento a regola d'arte, ma che, durante l'esecuzione dei lavori, fissi in maniera negligente la scala provocando danni ad



danno (risarcibile) nei confronti di un terzo (potenziale) investitore importa necessariamente un inesatto adempimento della prestazione nei confronti dell'emittente.

In quest'ottica, vi è chi<sup>353</sup>, nell'ambito dei danni cagionati dal revisore contabile in ragione dell'inadempimento all'obbligazione di prestazione, ovvero prevista *ex lege*, ai terzi ha proposto di superare il principio di relatività del contratto ritenendosi insufficiente la via percorsa sia dai fautori della tesi aquiliana che dai fautori della tesi obbligatoria della responsabilità da informazioni inesatte al mercato.

Preliminarmente, si ritiene che gli studi realizzati intorno la revisione contabile sono potenzialmente utilizzabili ed applicabili anche al caso dell'agenzia di rating, non convincendo l'idea per la quale queste ultime, a differenza dei revisori, non avrebbero poteri ispettivi. Ed in verità, se da un lato risulta vero che l'agenzia di rating non ha detti poteri, pur tuttavia occorre evidenziare che il rater ben può utilizzare uno strumento probabilmente più incisivo della ispezione, ossia scegliere di non emettere il rating e fornire pubblicamente detto dato: la notizia che un'agenzia si è rifiutata di fornire un rating nei confronti di un emittente ovvero di un titolo avrebbe i medesimi effetti di un rating negativo sicché avrebbe sicura efficacia deterrente rispetto a comportamenti opportunistici ovvero ostruzionistici dell'emittente cliente.

Con riferimento all'ipotesi del revisore contabile, in particolare, si è sostenuto<sup>354</sup> che entrambe le tesi (= quella aquiliana e quella obbligatoria), di fatto, non siano poi così diverse.

Queste avrebbero, in effetti, una affinità di impostazione, nella misura in cui ci si muova dall'idea dell'atipicità dell'illecito (art. 2043 c.c.), nella prima tesi, e dall'idea di atipicità delle fonti delle obbligazioni (art. 1173 c.c.), nella seconda tesi, ed una affinità culturale, nella misura in cui si voglia dare un ruolo preponderante alla funzione dell'interprete nella individuazione delle situazioni giuridiche meritevoli di tutela, nell'impostazione aquiliana, e nella individuazione degli *status* ovvero degli affidamenti legittimi (*i.e.* obblighi di protezione), nell'impostazione obbligatoria.

---

un'amica della creditrice.

<sup>353</sup> Cfr., sul punto, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., *passim*.

<sup>354</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 75 – 78.

Nondimeno, entrambe le impostazioni teoriche analizzate iniziano la propria analisi col paradigma normativo del rapporto precontrattuale atteso che entrambe lo avvertirebbero quale indice positivo di tutela dell'affidamento: nella tesi aquiliana, la norma precontrattuale confermerebbe come il legittimo affidamento, fuori dagli schemi contrattuali, sia uno degli interessi meritevoli di tutela da sussumersi nella clausola generale del danno ingiusto; nella tesi obbligatoria, la stessa norma precontrattuale confermerebbe come un rapporto obbligatorio particolare possa instaurarsi anche al di fuori del contratto.

Da ultimo, entrambe le impostazioni subordinerebbero l'affermazione di responsabilità alla ricorrenza di un rapporto particolare tra informante ed informato e sulla professionalità del primo<sup>355</sup>.

Preso atto della inconsistenza del tentativo di differenziazione dei due approcci, la medesima dottrina evidenzia le contraddizioni cui si espongono le predette posizioni.

Con riferimento alla ipotesi aquiliana, si evidenzia come risulti essere una contraddizione in termini il voler invocare lo schema del *tort* con riguardo a fattispecie di responsabilità che si voglia essere circoscritta ai soli casi in cui il danneggiante sia dotato di qualità professionali che valgano a distinguerlo dal *quisque de populo*, nonché l'esistenza di una *special relationship* tra questi ed il danneggiato, atteso che il dovere di non distruggere la ricchezza esistente sia dovere che gravi su chiunque<sup>356</sup>; detta critica è avvalorata dalla circostanza che, gli stessi

---

<sup>355</sup> In particolare, mentre per i fautori della tesi obbligatoria, il criterio della *speciale relazione di vicinanza* e quello delle particolari qualità professionali del falso informante siano, il primo un diretto portato della riconduzione della fattispecie ad un contesto non aquiliano ma obbligatorio, mentre il secondo attribuzione allo status del rango di fonte dell'obbligazione, per quelli della tesi aquiliana, entrambi gli elementi sarebbero dei meri criteri di cui l'interprete dovrebbe avvalersi per la selezione degli interessi meritevoli di tutela. Cfr., in tal senso, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 77.

<sup>356</sup> In particolare, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 79 evidenzia come «immaginare (...) che la protezione di quella ipotizzata posizione giuridica attiva consistente nella "aspettativa di affidamento" sia azionabile solo nei confronti di alcuni cives – quelli dotati di professionalità – ma non di altri – i *quisque de populo* –, significa smentire, né più né meno, che qui entri in gioco una vera situazione aquiliana (...). Nella tipica situazione di false informazioni economiche, il danno lamentato non è mai quello di distruzione di ricchezza pregressa (= tipico problema aquiliano), bensì quello del difettoso trasferimento di ricchezza dovuta (= tipico problema contrattuale o meglio obbligatorio). Il falsamente informato non dice: "hai distrutto quello che avevo"; bensì: "non mi hai dato quello che tu, non altri, avresti dovuto darmi e, a causa di questo tuo inadempimento, ho subito delle perdite"»; ID., *Informazione (obbligatoria e volontaria) al mercato e la tutela dell'investitore*, Relazione al XXXVII Convegno AIDA – Sezione Piemonte – Valle d'Aosta dal titolo "Informazione al mercato. Responsabilità, tutela dell'investitore ed assicurazione del rischio", novembre 2004, p. 24, secondo il quale «ciò che si rimprovera a colui che ha violato l'obbligo di informazione non è, infatti, la causale interferenza nell'altrui sfera giuridica con conseguente distruzione di ricchezza esistente (tipico problema aquiliano), bensì il mancato trasferimento di quel

fattori della tesi aquiliana<sup>357</sup> ritengano opportuno attenuare la responsabilità in ragione della gratuità della trasmissione della informazione, tradendo in tal modo la propria impostazione e palesando un approccio sostanzialmente obbligatorio (= vi è gratuità se vi è trasferimento di utilità e quindi rapporto obbligatorio).

Di poi, si evidenzia come, pur volendo ritenere che possano qualificarsi quali interessi meritevoli di tutela (aquiliana) la *libertà di contrarre* ovvero di *autodeterminazione* ovvero ancora il *diritto di iniziativa economica*, ciò comunque non si tradurrebbe necessariamente nella lesione di detti “interessi” nella misura in cui il singolo individuo rimanga nella facoltà di *scegliere* se effettuare (oppure non effettuare) l’investimento.

Con riferimento, invece, alla ipotesi obbligatoria, si contesta l’incapacità della stessa di dimostrare il come lo *status* professionale possa esser considerato fonte di una specifica obbligazione «*di informazione (o meglio di non disinformazione)*»<sup>358</sup> ritenendosi inidoneo il riferimento alla disciplina prevista in tema di responsabilità precontrattuale.

Ed in particolare, l’obbligazione senza prestazione difetterebbe della corrispettività riscontrabile in sede precontrattuale, lì dove il dovere di affidarsi risiede in entrambe le parti “precontrattuali” (= reciprocità dell’affidamento), di guisa che siano individuabili sia una posizione attiva che una passiva.

L’affidamento che una parte ingenererebbe nella propria controparte precontrattuale, di poi, sarebbe interessato: vi è un interesse ad assumersi un obbligo di agire con correttezza ed in buona fede nella misura in cui si voglia raggiungere l’obiettivo di concludere le trattative. Anche detto interesse (reciproco) difetterebbe nella tesi obbligatoria atteso che il professionista non avrebbe alcun interesse a comportarsi correttamente ovvero in buona fede, non avendo alcunché in contropartita.

Nondimeno, l’irrelevanza dello *status* nella fattispecie precontrattuale viene desunta dal disposto di cui all’art. 1440 c.c. in tema di responsabilità per danni in capo a colui che con dolo abbia indotto la controparte in errori non essenziali: detta norma, non adoperando alcun riferimento allo *status* del soggetto che avrebbe

---

particolare bene, l’informazione economica, che il titolare dell’obbligo avrebbe dovuto mettere a disposizione del pubblico (tipico problema contrattuale o, meglio, “obbligatorio”).

<sup>357</sup> Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1127; P. TRIMARCHI, *Illecito (diritto privato)*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1970, p. 105.

<sup>358</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 85.

indotto la controparte in errori non essenziali, dimostrerebbe l'irrelevanza di detto elemento fattuale nella fase precontrattuale<sup>359</sup>.

Da ultimo, la tesi obbligatoria rischierebbe di esser tacciata di incostituzionalità, da un lato, nella misura in cui vorrebbe "trattare" in maniera differente situazioni che differiscano solamente in ragione delle *condizioni personali o sociali* (leggasi, *status*) dell'agente e, quindi, in violazione dell'art. 3 della Costituzione<sup>360</sup> e, dall'altro lato, nella misura in cui violerebbe il principio di protezione della proprietà privata atteso che finirebbe col determinare una «*redistribuzione autoritativa della ricchezza e cioè una redistribuzione contro la volontà del suo titolare (senza la mediazione del legislatore)*»<sup>361</sup>. Sul punto, si è evidenziato come lo *status* professionale (= patrimonio di conoscenze) sia il risultato finale di una sequela di investimenti e, come tale, costituisca un bene acquistato (ovvero un capitale accumulato) non certo a titolo gratuito, bensì oneroso, sicché il proprietario di detto bene (ovvero capitale) ha il diritto di goderne nel modo più pieno ed esclusivo e non può essere costretto a disporne ovvero a farne oggetto di elargizione se non in forza di un atto di autonomia privata. Obbligare il soggetto detentore di detto *status* ad elargire la propria competenza senza un corrispettivo significherebbe violare il diritto di proprietà del professionista ed esporlo unicamente a responsabilità atteso che, in caso di correttezza dell'informazione, egli non avrebbe alcun corrispettivo a remunerazione di detto servizio<sup>362</sup>.

In verità, la critica alla tesi obbligatoria non convince molto.

*In primis*, essa non dipende dal modello di responsabilità precontrattuale, sicché ben se ne può discostare (come in effetti se ne discosta) per presupposti ed

---

<sup>359</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 92, secondo il quale «*se (...) lo status è di per sé irrilevante persino in una situazione precontrattuale, nella quale le parti sono tenute ad un preciso vinculum iuris, sarebbe veramente paradossale ritenere la rilevanza in un contesto ove tale presunto vinculum è ... tutto da costruire (da parte dei fautori della tesi "obbligatoria") ovvero recisamente negato (da parte dei fautori della tesi aquiliana)*».

<sup>360</sup> Né tampoco sarebbe bastevole, secondo questo orientamento, obiettare che un trattamento differenziato sia da giustificarsi alla luce del secondo comma del medesimo articolo (eguaglianza sostanziale) atteso che una siffatta possibilità non sia concessa all'interprete, ma solo al legislatore. Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 94 – 95.

<sup>361</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 98.

<sup>362</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 100; H. P. MANSEL, *L'immaterialità e l'ubiquità dell'informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità dell'informazione*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno. Responsabilità e tutela dei diritti*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 333.

effetti. Da questo punto di vista, la presunta assenza di corrispettività e reciprocità di interesse nell'ambito della tesi obbligatoria non pare essere un grosso problema soprattutto là dove si consideri che un interesse a ricevere affidamento dal mercato, infondo, vi sia anche in chi lavori grazie al proprio capitale reputazionale.

*In secundis*, la tesi obbligatoria muove proprio dall'assunto per il quale uno *status* sia fonte di obbligazione nella misura in cui a detto *status* siano associabili obblighi di condotta ovvero di protezione previsti *ex lege*, circostanza questa che svuota di significato la critica mossa in ordine alla presunta "incostituzionalità" (in senso di contrarietà a norme costituzionali – e quindi non in senso tecnico) di un simile approccio.

Come si è visto, invero, il nocciolo duro da superare per i propugnatori della tesi obbligatoria (ammesso che vogliano farlo nell'ambito della responsabilità del rater) è proprio la aleatorietà del dato relazionale nell'ipotesi del potenziale investitore<sup>363</sup>.

Ed allora, il *quid pluris* che la dottrina in esame permetterebbe di fornire alla costruzione di una responsabilità fondata sul modello di cui all'art. 1218, consisterebbe proprio nel superamento del principio di relatività del contratto che potrebbe permettere, infondo, di prescindere dalla predetta "relazionalità".

Come noto, detto principio postula che il contratto abbia effetto nei confronti delle parti e che il terzo possa "accampare" richieste nei confronti di queste soltanto se entrambe le parti dello stesso contratto hanno così voluto, fermo restando che il terzo può sempre rifiutarsi di ricevere il beneficio previsto dal contratto stesso.

Orbene, il lavoro da effettuare consiste proprio nella individuazione di indici normativi ovvero contrattuali che permettano di fondare una responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating anche e soprattutto prescindendo da una presunta "relazionalità".

### **3. L'esperienza tedesca del contratto tacito di informazione, del contratto con effetti protettivi in favore del terzo e della interferenza del terzo qualificato nel contratto altrui.**

Il superamento di detto *ostacolo*, nonché di altri ostacoli tipici dell'ordinamento tedesco, è stato ritenuto possibile, proprio in quell'ordinamento, attraverso l'enucleazione di forme contrattuali peculiari.

---

<sup>363</sup> Cfr. *supra*, cap. 3, par. 3.2.

In particolare, il tema del danno da inesatta informazione al terzo era caratterizzato, oltre che dai problemi generali derivanti dall'*Enumerationsprinzip* dei beni giuridici tutelati ai sensi del § 823 B.G.B., dalla esistenza di una norma *ad hoc* che disciplinasse la responsabilità derivante dal consiglio, ossia il § 675, comma secondo, B.G.B. (prima della riforma del 2002, detta disposizione era contenuta nel § 676 B.G.B.)<sup>364</sup>.

Il sistema emergente dal predetto impianto normativo, tuttavia, non permetteva l'individuazione di una fattispecie di responsabilità colposa per danno da informazione economica al di fuori dei casi, invero particolarmente limitati, rientranti del § 823, comma secondo, B.G.B.<sup>365</sup>.

La giurisprudenza tedesca ha dovuto, quindi, superare il predetto sistema normativo attraverso dapprima la costruzione di un contratto tacito di informazione (*stillschweigend abgeschlossen Auskunftsvertrag*)<sup>366</sup>, di poi, con l'utilizzo dell'istituto del c.d. contratto con effetti protettivi in favore dei terzi (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte – Drittschutzwirkung*)<sup>367</sup> e, più di recente, con una variante di quest'ultimo, ossia la responsabilità da interferenza del terzo,

---

<sup>364</sup> Cfr. G. BARILLÀ, *Il Garantievertrag nella teoria e nella prassi tedesca*, in *Annuario di diritto tedesco*, 2004, p. 58, nota 16; S. PATTI, F. D. BUSNELLI, *Danno e responsabilità civile*, cit., pp. 322 ss.; I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., pp. 710 – 711; B. S. MARKESINIS, H. UNBERATH, *The German Law of Torts. A Comparative Treatise*, Oxford, Hart Publishing, 2002, p. 58, secondo i quali «*the expansion of contractual or quasi-contractual remedies was the only answer German Law could procure*».

<sup>365</sup> Cfr. HONSELL, *Probleme der Haftung für Auskunft und Gutachten*, in *Jus*, 1976, p. 627.

<sup>366</sup> Cfr. W. LORENZ, *Das problem der Haftung für primäre Vermögensschäden bel der Erteilung einer unrichtiger Auskunft*, in *Festschrift für Karl Larenz*, K. Larenz, U. Diederichsen, C. W. Canaris, G. Paulus (a cura di), München, C. H. Beck, 1973, p. 575 ss. il quale individua cinque tipi di ipotesi di contratto di informazione a seconda, rispettivamente, che l'obbligazione di informazione sia l'oggetto principale del contratto (ossia, il c.d. obbligo di prestazione), ovvero abbia natura accessoria, ovvero attenga alla fase precontrattuale ovvero ancora sia prestata al di fuori di qualsivoglia rapporto contrattuale ovvero infine tacitamente.

<sup>367</sup> In generale, sul tema, nella dottrina italiana, cfr. G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004, *passim*; I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., pp. 715 ss.; R. FAVALE, *Il sistema dell'Anwaltshaftung nel modello tedesco*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2013, pp. 885 – 886; A. CIATTI, *Responsabilità del notaio e testamento invalido*, in *Circolazione di modelli giurisprudenziali in Europa: il caso degli obblighi di protezione (un'importazione – utile? – dalla Germania all'Italia)*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2010, pp. 29 – 31; E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 160 ss.; C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, cit., pp. 147 ss.; G. RAO TORRES, *La responsabilità per falsa informazione nei rapporti fra banche*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 1980, pp. 327 – 328. Nella dottrina tedesca, per una ricostruzione della fattispecie tra interpretazione integrativa (§§ 133 e 157 B.G.B.) e configurazione legale del rapporto contrattuale in virtù del principio della buona fede (§ 242 B.G.B.) si veda P. GOTTWALD, *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 2, *Schuldrecht. Allgemeiner Teil*, 3<sup>a</sup> ed., München, C. H. Beck, 1994, pp. 1298 ss.; F. BYDLINSKI, *Vertragliche Sorgfaltspflichten zugunsten Dritter*, in *Juristische Blätter*, 1960, pp. 359 ss.; K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, cit., pp. 185 ss., il quale ritiene che la figura rientri fra le ipotesi di *richterliche Rechtsfortbildung* (istituti di creazione giurisprudenziale).

professionista qualificato, all'interno del rapporto obbligatorio (contrattuale o precontrattuale che sia) tra l'intermediario ed il suo cliente investitore (c.d. *Sachwalterhaftung*)<sup>368</sup>.

Per quanto riguarda la prima fattispecie, la giurisprudenza del *Bundesgerichtshof* ha precisato come il contratto tra informante ed informato si instaurava allorché l'informazione sia di notevole importanza per il destinatario, il quale la vuole prendere a fondamento di decisioni rilevanti ed allorché il soggetto informante sia particolarmente esperto ovvero sia in giuoco un suo proprio interesse economico<sup>369</sup>. Detti elementi avevano comunque valore

---

<sup>368</sup> Trattasi della c.d. posizione "quasi contrattuale" di Canaris. Cfr. W. C. CANARIS, *Die Vertrauenshaftung im Deutschen Privatrecht*, München, Beck Verlag, pp. 525 ss.; ID., *Schutzwirkungen zugunsten Dritter bei «Gegenläufigkeit» der Interessen*, in *Juristenzeitung*, 1995, pp. 444 ss.; ID., *Die Haftung des Sachverständigen zwischen Schutzwirkung für Dritte und Dritthaftung aus culpa in contrahendo*, in *Juristenzeitung*, 1998, p. 601; ID., *Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten*, in *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, 1999, pp. 226 ss.; M. SCHWAB, *Grundfälle zur culpa in contrahendo, Sachwalterhaftung und Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte nach neuem Schuldrecht*, in *Jus*, 2002, pp. 773 – 778. Nella dottrina italiana, sul tema, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 160 ss.; G. D'ALFONSO, *Responsabilità da prospetto informativo. Confronto tra evoluzione legislativa ed elaborazione giurisprudenziale e dottrinale nel sistema italiano e tedesco*, Napoli, ESI, 2002, pp. 63 ss.; G. M. BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle S.p.A.*, Torino, Giappichelli, 2005, pp. 131 ss.; L. BERTINO, *Le trattative prenegoziali e i terzi*, Milano, Giuffré, 2009, p. 5, nota 14.

<sup>369</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 13 febbraio 1992, III, ZR 28/90, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1992, p. 2080; Bundesgerichtshof, 7 luglio 1998, XI, ZR 375/97, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1998, p. 1434; Bundesgerichtshof, 12 marzo 1996, XI, ZR 232/95, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1996, p. 906; Bundesgerichtshof, 16 ottobre 1990, XI, ZR165/88, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1990, p. 1990; Bundesgerichtshof, 17 maggio 1990, IX, ZR85/89, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1990, p. 1554; Bundesgerichtshof, 17 ottobre 1989, XI, ZR 39/89, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1990, p. 513; Bundesgerichtshof, 16 giugno 1988, III, ZR 182/87, in *Abkürzung für BGH-Rechtsprechung BGB, sub § 676 Auskunftsvertrag*, 1; Bundesgerichtshof, 11 ottobre 1988, XI, ZR 1/88, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1989, p. 1029; Bundesgerichtshof, 19 marzo 1986, IV, ZR 127/84, in *Juristenzeitung*, 1986, p. 1111; Bundesgerichtshof, 29 ottobre 1952, in *Abkürzung für BGH-Rechtsprechung BGB*, 1953, pp. 371, spec. 377; Bundesgerichtshof, 7 gennaio 1965, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1965, p. 287; Bundesgerichtshof, 18 gennaio 1972, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1972, pp. 678, spec. 680; Bundesgerichtshof, 12 febbraio 1979, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1979, p. 1595; Bundesgerichtshof, 17 settembre 1985, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1986, p. 180. Per altri riferimenti giurisprudenziali, cfr. R. FAVALE, *Il sistema dell'Anwaltshaftung nel modello tedesco*, cit., p. 885; I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., p. 712, nota 20; G. RAO TORRES, *La responsabilità per falsa informazione nei rapporti fra banche*, cit., p. 318; F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, cit., pp. 272 ss.; B. S. MARKESINIS, H. UNBERATH, *The German Law of Torts. A comparative Treatise*, cit., pp. 280 ss.; G. VON HOYNIGEN-HUENE, *Zur Haftung des Versteigerers und Sachverständigen*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1975, p. 964; H. LOCHER, *Die Haftung für Expertisen*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1969, p. 1567; H. J. MUSIELAK, *Haftung für Rat, Auskunft und Gutachten*, Berlin, de Gruyter, 1974, pp. 86 ss. Sull'utilizzo di detto strumento giuridico ai rapporti avvocato – cliente, cfr. K. VON GIERKE, *Die Dritthaftung des Rechtsanwalts Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum amerikanischen und deutschen Recht unter Berücksichtigung der Rechtslage in England*, Juristischer Fachbuchhandlung GmbH, Essen, 1984, pp. 50 ss.; R. DAMM, *Entwicklungstendenzen der Expertenhaftung. Vermögensschutz und Drittschutz auf dem Markt für sachkundige Informationen*, in *Juristenzeitung*, 1991, pp. 375 ss.; C. DICKES, *Der Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte in den Fällen der Auskunftshaftung*, Johannes Gutenberg-Universität, Mainz, 1992, pp. 121 ss.; B. GRUNEWALD, *Die Haftung des*

indiziario dovendosi sempre verificare «se le circostanze generali, tenendo conto delle esigenze del traffico commerciale e degli affari, permettano la deduzione che entrambe le parti secondo il contenuto oggettivo delle dichiarazioni, abbiano inteso considerare l'informazione come oggetto di diritti e doveri contrattuali»<sup>370</sup>.

Detta costruzione è stata oggetto di critica evidenziando come la conclusione del predetto contratto di informazione si risolveva in una pura e semplice *fictionis iuris*<sup>371</sup>.

Detto strumento, in effetti, non ha avuto un grosso seguito neppure all'estero.

Il contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi è istituito giuridico di costruzione prettamente giurisprudenziale<sup>372</sup> e muove i suoi primi passi proprio

---

*Experten für seine Expertise gegenüber Dritten*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 187, 1987, p. 294 ss.; K. J. HOPT, *Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsausgleich. Zur Theorie und Dogmatik des Berufsrechts und der Berufshaftung*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 183, 1983, pp. 617 ss.; K. HUBER, *Verkehrspflichten zum Schutz fremden Vermögens*, in *Festschrift für Ernst von Caemmerer*, Geburtstag, Tübingen, 1978, p. 368; S. LAMMEL, *Zur Auskunftshaftung*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 179, 1979, p. 339 ss.; H. LOCHER, *Die Haftung für Expertisen*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1969, p. 1568.

<sup>370</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 13 febbraio 1992, III, ZR 28/90, cit.

<sup>371</sup> Cfr. R. FAVALE, *Il sistema dell'Anwaltshaftung nel modello tedesco*, cit., p. 885; I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., pp. 713 – 715; C. VON BAR, *Verkehrspflichten: Richterliche Gefahrsteuerungsgebote im deutschen Deliktsrecht*, C. Heymann, Köln-Berlin-Bonn-München, 1980, pp. 230 ss.; B. GRUNEWALD, *Die Haftung des Experten für seine Expertise gegenüber Dritten*, cit., pp. 294 ss.; H. HONSELL, *Probleme der Haftung für Auskunft und Gutachten*, cit., pp. 625 ss.; K. J. HOPT, *Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsausgleich. Zur Theorie und Dogmatik des Berufsrechts und der Berufshaftung*, cit., pp. 617 ss.; S. LAMMEL, *Zur Auskunftshaftung*, cit., pp. 338 ss.; B. SCHMITZ, *Die Vertragshaftung des Wirtschaftsprüfers und Steuerberaters gegenüber Dritten*, in *Der Betrieb*, 1989, p. 1910; G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., pp. 96 – 97.

<sup>372</sup> Le prime decisioni dei giudici di merito risalgono addirittura ai primi del 1900 e riguardano le ipotesi di richiesta di risarcimento del passeggero (non contraente) nell'ambito dei servizi di trasporto resi da un cocchiere. Cfr. Oberlandgericht Hamburg, 18 ottobre 1907, in *Das Recht*, 1907, c. 1398, n. 3469; Oberlandgericht Hamburg, 9 dicembre 1909, in *ROLG*, 23, 1911, p. 45; Oberlandgericht Colmar, 23 dicembre 1913, in *Das Recht*, 1914, n. 327. Il *leading case* che ha risolto il contrasto esistente nella giurisprudenza di merito è del Reichsgericht, 7 giugno 1915, *Droschken-Fall*, in *RGZ*, 87, 1916, pp. 64 ss.; Reichsgericht, 14 novembre 1923, in *Das Recht*, 1924, c. 52, n. 161; Reichsgericht, 6 marzo 1935, in *RGZ*, 149, 1936, p. 6.

Tuttavia, in tutti questi casi, ci si trova dinanzi ad ipotesi di *Vertrag zugunsten Dritte* in cui il terzo, lungi dal dover essere semplicemente protetto dagli effetti di un contratto, è titolare del diritto di ottenere la prestazione tutelata, nel sistema tedesco, dal § 328 B.G.B. Il primo caso, in cui i giudici tedeschi sembrano attribuire una efficacia espansiva al contratto, di modo da tutelare anche i terzi, è quello del Reichsgericht, 5 ottobre 1917, *Tuberkulosefall*, in *RGZ*, 91, 1918, p. 21; Reichsgericht, 21 febbraio 1921, in *WarnRspr*, 1921, p. 114, n. 96; Reichsgericht, 3 giugno 1921, in *RGZ*, 102, 1921, p. 231, in cui si riconosce il diritto al risarcimento del danno della figlia del conduttore che aveva contratto la tubercolosi in ragione del comportamento negligente del locatore che non aveva avvisato il conduttore che la figlia del precedente inquilino avesse detta malattia. Anche in tal caso, il Reichsgericht adopera riferimento al § 328 B.G.B.: purtuttavia, mentre nei casi occorsi al terzo in occasione di un trasporto ovvero di un trattamento medico era possibile inquadrare la fattispecie in un vero e proprio negozio in favore di terzi, in questo caso l'inclusione del terzo nella sfera protettiva del contratto attiene a situazioni che sfuggivano alla fattispecie tipica di cui al predetto § 328 B.G.B. I casi citati sono presi da G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., pp. 54 ss. Per altri casi remoti, si veda, F. BENATTI, *Osservazioni in tema di «doveri di protezione»*, cit., pp.



dalla necessità di approntare tutela ad interessi, ritenuti giuridicamente rilevanti, che non avrebbero trovato ristoro attraverso lo strumento aquiliano per il noto paradigma della tipicità degli illeciti nel sistema tedesco<sup>373</sup>.

L'ambito operativo di detto istituto è stato, almeno *ab origine*, limitato alla sussistenza di specifici elementi quali la lesione di una situazione giuridica soggettiva del terzo<sup>374</sup>, l'insussistenza di un legame contrattuale tra danneggiato e

---

464 – 465. Sulla natura di istituto a carattere giurisprudenziale del *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*, cfr. K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, cit., pp. 185 ss.

<sup>373</sup> In particolare, è la decisione sul caso *Dreschmaschinenfall* (cfr. Bundesgerichtshof, 11 aprile 1951, *Dreschmaschinenfall*, in *BGHZ*, 1, 1951, p. 383) che stimola Karl Larenz a rivedere l'impostazione tradizionale della giurisprudenza che inquadrava queste fattispecie nell'istituto del contratto a favore di terzi e ad elaborare un istituto (il contratto con effetti protettivi per i terzi) che valorizzasse l'affidamento (*Vertrauen*) che un determinato contratto provocasse anche nei confronti dei terzi. Cfr. K. LARENZ, *Anmerkung* a Bundesgerichtshof, 25 aprile 1956, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1956, p. 1193, citato anche da C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 139 e da G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., pp. 31, 74. Si veda, altresì, K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, I, cit., pp. 185 ss.

A differenza del contratto a favore di terzo, che mira essenzialmente ad un cambiamento di direzione (*Richtungsveränderung*) della prestazione dovuta in base al contratto, il *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* avrebbe la funzione di dilatare la responsabilità (*Haftungserweiterung*). Cfr., sul punto, G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 90.

L'impostazione di Larenz viene fatta propria dal Bundesgerichtshof che, nel caso *Capuzolfall* (Bundesgerichtshof, 15 maggio 1959, *Capuzolfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1959, p. 1676), che afferma il diritto del terzo danneggiato di esser inserito nella sfera di protezione del contratto in base al «senso ed allo scopo del contratto ed ai principi di buona fede», di guisa che la condotta esigibile dal debitore deve includere anche la «protezione per le persone che possono essere danneggiate dalla prestazione inesatta o da carenti misure di salvaguardia». I tratti salienti della sentenza sono citati da W. BAYER, *Der Vertrag zugunsten Dritter*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1995, p. 184; G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 81; E. MOSCATI, *I rimedi contrattuali a favore dei terzi*, in *Rivista di diritto civile*, 4, 2003, p. 369, nota 50.

<sup>374</sup> Inizialmente, la giurisprudenza riteneva risarcibili soltanto danni alla persona. Detto orientamento è poi mutato già dalla decisione del Bundesgerichtshof, 6 luglio 1965, *Testamentfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1965, p. 1955; Bundesgerichtshof, 10 gennaio 1968, in *Monatsschrift für Deutsches Recht*, 1968, p. 402; Bundesgerichtshof, 22 gennaio 1968, *Rauchrohröffnungsfall*, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 49, 1968, p. 350; Bundesgerichtshof, 9 ottobre 1969, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1969, p. 41; Bundesgerichtshof, 19 settembre 1973, *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 61, 1974, p. 227; Bundesgerichtshof, 19 gennaio 1977, *Scheidungsvereinbarungsfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1977, p. 2073. Decioni citate da H. BERG, *Drittschadenliquidation und Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*, in *Monatsschrift für Deutsches Recht*, 1969, p. 613; G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., pp. 86 – 85, nota 114, con altre indicazioni giurisprudenziali, nonché pp. 86 – 90 sul *Testamentfall*. Sempre sul *Testamentfall*, si veda, A. CIATTI, *Responsabilità del notaio e testamento invalido*, cit., p. 31, il quale ritiene che il *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* non sia applicabile perché a non essere adempiuta non sarebbe stata una obbligazione accessoria, bensì quella di prestazione. In verità, detta argomentazione, da un lato, è figlia di un malinteso là dove si consideri che la *Testamentfall* si inserisca in un contesto storico-giurisprudenziale in cui i confini tra *Vertrag zugunsten Dritter* e *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* non erano stati ancora ben definiti e, dall'altro, denota una certa miopia nella misura in cui confondi l'obbligazione di prestazione (= redigere un testamento avente determinati contenuti) con l'interesse del terzo agli effetti del contratto che la Suprema Corte tedesca ha ritenuto meritevole di tutela alla stregua della *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*. Per esser ancora più chiari, la circostanza che la lesione dell'interesse del terzo provenga dall'inadempimento (ovvero dell'inesatto adempimento) della obbligazione primaria di prestazione (e non di presunte prestazioni accessorie, sempre che detta distinzione abbia un senso in un siffatto istituto), è ben comparabile con lo schema della *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*. Né tampoco è rilevante che in *Testamentfall* la Corte Suprema tedesca abbia inteso ampliare gli interessi meritevoli anche a quelli non compresi

danneggiante, l'inclusione del terzo nella sfera di protezione del creditore dovendosi ritenere questi corresponsabile delle sorti del danneggiato per il bene e per il male (*Wohl und Wehe*)<sup>375</sup>, nonché il particolare rapporto tra terzo e prestazione contrattuale (*Leistungsnähe des Dritten*). La dilatazione della responsabilità contrattuale del debitore è giustificata dalla circostanza che questi ben possa avere contezza che i terzi (prossimi al creditore e ben determinati) facciano affidamento sulla esattezza della prestazione eseguita<sup>376</sup>.

V'è da evidenziare che, nell'ordinamento tedesco, il *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* ha progressivamente percorso l'allontanamento dal contratto tanto da prescindervi.

Ed in effetti, nella giurisprudenza si sono registrate decisioni in cui si è inteso riconoscere tutela (contrattuale) al terzo anche là dove il contratto non fosse ancora venuto ad esistenza<sup>377</sup> ovvero nell'ipotesi di successiva declaratoria di nullità dello stesso<sup>378</sup>. Nondimeno, l'istituto è stato utilizzato nei casi di responsabilità dei liberi professionisti e delle banche nei confronti di terzi per il risarcimento dei danni meramente economici.

In particolare, nel *Lastschriftverfahrenfall*<sup>379</sup>, il *Bundesgerichtshof* ha riconosciuto l'esistenza di un contratto protettivo nei confronti dei terzi tra la banca ed il proprio correntista nei confronti di un soggetto (per l'appunto, terzo), nei cui confronti il correntista aveva rilasciato delle scritture di addebito per il pagamento di alcune forniture: nel caso di specie, i Giudici di *Karlsruhe* hanno riconosciuto l'inadempimento della banca nella misura in cui non avesse provveduto prontamente, sì come previsto dalla legge, a fornire contezza alla banca di trattenza

---

nella enunciazione del § 823 B.G.B. (*i.e. Körper- o Sachsschäden*) atteso che detto "cambio di rotta" sia stato confermato dalle decisioni successive. D'altro canto, avrebbe avuto poco senso continuare a tutelare, per via contrattuale, quelle situazioni che avrebbero trovato ristoro già con lo strumento della tutela aquiliana. Proprio sull'aspetto della sostanziale ininfluenza del requisito dell'accessorietà, si veda Varanese (cit.) il quale chiarisce che il profilo fondamentale è quello della tutela (risarcimento) e non quello della accessorietà (non poter pretendere la prestazione).

<sup>375</sup> Cfr. G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., pp. 81 – 82. Nella elaborazione di K. LARENZ, *Anmerkung* a Bundesgerichtshof, 25 aprile 1956, cit., p. 1194, la responsabilità contrattuale nei confronti dei terzi potrebbe sempre e soltanto giustificarsi là dove si tratti di persone per le quali il creditore contrattuale è obbligato.

<sup>376</sup> Cfr. K. LARENZ, *Anmerkung* a Bundesgerichtshof, 25 aprile 1956, cit., p. 1194.

<sup>377</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 28 gennaio 1976, *Gemüseblattfall*, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 66, 1976, p. 51. Sul punto, si veda, altresì, O. VON SCHWEINITZ, *Rating Agencies*, Bloomington (Indiana), Unlimited Publishing LLC, 2007, p. 171, nota 131.

<sup>378</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 10 gennaio 1968, in *Monatsschrift für Deutsches Recht*, 1968, p. 402.

<sup>379</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 28 febbraio 1977, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 69, 1977, p. 82.

dell'insussistenza di fondi sul conto del proprio cliente, secondo lo schema della *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*, lì dove il rapporto obbligatorio che aveva effetti protettivi nei confronti del terzo veniva individuato nell'accordo interbancario (ovvero, nel suo *Vertragszweck* – scopo) con cui tutte le banche si impegnavano a comunicarsi prontamente eventuali impagati.

Con la predetta decisione, furono allargati enormemente i confini del soggetti destinatari della protezione, atteso che *ex ante*, la banca non poteva avere contezza né conoscenza del rapporto contrattuale tra il proprio cliente ed il terzo fornitore in un meccanismo (quello del rilascio delle scritture di addebito) standardizzato ed i cui destinatari di tutela non possono essere ben determinati *ex ante*<sup>380</sup>. Venne, in tal modo, superata la formula del *Wohl-und-Wehe* considerata dalla Corte federale *inutilmente rigorosa* ed il criterio assunto quale punto di riferimento divenne l'affidamento nel traffico giuridico per uno svolgimento appropriato di una prassi praticata in modo uniforme<sup>381</sup>.

Dalla predetta decisione in avanti, sempre più numerose sono state le decisioni che hanno fatto riferimento al *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* quale un vero e proprio autonomo tipo di contratto<sup>382</sup> ed, in particolare, con riferimento alla responsabilità dell'avvocato<sup>383</sup>, dei revisori dei conti<sup>384</sup>, dei consulenti fiscali e

---

<sup>380</sup> I giudici del Bundesgerichtshof argomentano evidenziando che poiché il traffico giuridico fa affidamento sul rispetto della prassi bancaria consolidata dall'accordo sulle note d'addebito, l'obbligo di restituire le note impagate costituisce non soltanto un obbligo contrattuale della banca del debitore nei confronti di quella del creditore in forza dell'accordo interbancario esistente, ma anche una *Schutzpflicht* fondata sulla buona fede della banca del debitore nei confronti dell'attuale creditore. Cfr., in tal senso, G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 101.

<sup>381</sup> Cfr. G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., pp. 102 – 103. Sempre nel senso di escludere il criterio del *Wohl-und-Wehe*, si veda Bundesgerichtshof, 2 novembre 1983, *Käufergrupperfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1984, p. 355; Bundesgerichtshof, 23 gennaio 1985, *Dänischer Konsulfall II*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis*, 1985, pp. 398 – 403.

<sup>382</sup> Cfr. I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., p. 715.

<sup>383</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 2 dicembre, 1999, in *Juristenzeitung*, 2000, p. 469; Oberlandesgericht Düsseldorf, 21 aprile 2009, in *Versicherungsrecht*, 2010, p. 213, relativamente ad un danno subito da un soggetto appartenente ad un'associazione a tutela di locatori in ragione di una errata consulenza legale resa all'associazione stessa.

<sup>384</sup> Cfr. G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 104, nota 25, il quale cita J. EKKENGA, *Die Fahrlässigkeitshaftung des Jahresabschlussprüfers für Insolvenzsünden Dritter*, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1996, Suppl. Speciale n. 3 al fasc. 35; Bundesgerichtshof, 29 settembre 1982, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1983, p. 1053; Bundesgerichtshof, 19 marzo 1986, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1986, p. 711.

periti<sup>385</sup>, degli architetti<sup>386</sup>, delle banche<sup>387</sup> ed, in generale, per affidamento nella perizia dell'esperto (*Sachwalterhaftung— liability for assumed trust*)<sup>388</sup>. Di recente, il contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi è stato riconosciuto per l'azionista (terzo) di una società in accomandita per l'inesatto adempimento consumato dalla società di consulenza fiscale<sup>389</sup> e per il fidanzato di una donna che avesse adottato misure contraccettive inefficaci sulla base di un contratto col proprioginecologo di fiducia<sup>390</sup>.

La giurisprudenza, in ogni caso, ha riconosciuto l'applicabilità del predetto modello anche alle ipotesi di danni di natura (meramente) patrimoniale<sup>391</sup> ritenendosi che l'inclusione del terzo non debba essere espressamente concordata tra le parti, ma possa desumersi dalla situazione oggettiva degli interessi in gioco essendo sufficiente che il soggetto informante abbia contezza della circostanza che l'informazione sia di notevole rilevanza per i terzi e che sarà da questi posta a fondamento di rilevanti decisioni di carattere patrimoniale<sup>392</sup> (come potrebbe essere un investimento).

La *Sachwaltervertrag*, da ultimo, è nata dalla esigenza di superare la critica mossa nei confronti del contratto con effetti protettivi per i terzi secondo cui il contenuto della pretesa risarcitoria del terzo non potesse (e non dovesse) esser

---

<sup>385</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 2 novembre 1983, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1984, p. 355; Bundesgerichtshof, 23 gennaio 1985, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis*, 1985, pp. 398 – 403; Bundesgerichtshof, 5 giugno 1985, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1985, p. 1274.

<sup>386</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 10 novembre 1994, in *Juristenzeitung*, 1995, p. 306; C. W. CANARIS, *Schutzwirkungen zugunsten Dritter bei "Gegenläufigkeit" der Interessen*, in *Juristenzeitung*, 1995, pp. 441 – 446.

<sup>387</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 28 febbraio 1977, cit.; Bundesgerichtshof, 20 novembre 1978, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 72, 1979, p. 334; Bundesgerichtshof, 23 settembre 1985, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 96, 1986, p. 9.

<sup>388</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 13 novembre 1997, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1998, p. 1059. È ipotesi di responsabilità che attiene a figure specifiche, quali periti ovvero altri informatori (*Auskunftspersonen*), che non hanno un interesse diretto e personale alla conclusione del contratto tra il proprio cliente ed il terzo, ma ce con le proprie dichiarazioni (*i.e.* certificazioni) contribuiscono in maniera decisiva sulla conclusione (ovvero mancata conclusione) dell'affare. Cfr. G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 105.

<sup>389</sup> Cfr. Landgericht Köln, 8 aprile 2008, Az. 2 O 181/07, in *openJur*, 2011, 59115.

<sup>390</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 14 novembre 2006, VI, ZR 48/06, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2007, p. 989.

<sup>391</sup> Bundesgerichtshof, 10 novembre 1994, in *Juristenzeitung*, 1995, p. 306; Bundesgerichtshof, 23 gennaio 1985, *Juristenzeitung*, 1985, p. 951. Cfr. I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., p. 716; C. J. H. JANSEN, A. J. VAN DER LELY, *Haftung für Auskünfte; ein Vergleich zwischen englischem, deutschem und niederländischem Recht*, in *Zeitschrift für europäisches privatrecht*, 1999, p. 229; O. VON SCHWEINITZ, *Rating Agencies*, cit., p. 172.

<sup>392</sup> Cfr. I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, cit., p. 717 il quale evidenzia l'affinità dei requisiti richiesti dalla giurisprudenza per la protezione del terzo ed il modello del contratto tacito di informazione.

diversa rispetto a quella del creditore: anzi, a rigor di logica, si è ritenuto che, essendo il terzo al più titolare di un diritto alla protezione della propria sfera giuridica e non già del diritto di prestazione, la sua posizione giuridica dovesse risultare necessariamente più limitata di quella del vero e proprio creditore contrattuale<sup>393</sup>.

A tal fine, dunque, la dottrina tedesca<sup>394</sup> ha individuato il principio secondo il quale chiunque interferisca in maniera qualificata (*rater*, nel nostro caso) nelle altre trattative negoziali risponda nei confronti delle stesse parti (intermediario – investitore, sempre nel nostro caso)<sup>395</sup>.

Presupposto per il riconoscimento di detta forma di responsabilità (anche a titolo di colpa) è che l'interferenza nelle trattative sia idonea ad instaurare una speciale relazione di affidamento nei confronti del *terz*, il quale, a sua volta, deve assumersi l'impegno, anche implicito (potendosi desumere, ad esempio, dalla onerosità dell'“intervento”), della correttezza della informazione resa essendo consapevole che il proprio parere inciderà sull'affare.

I principi su cui si fonda la *Sachwaltervertrag* paiono essere stati riprodotti, anche se limitatamente all'ambito della responsabilità precontrattuale, nel § 311, terzo comma, B.G.B., così come modificato nel 2002 con la famosa *Modernisierung* del diritto delle obbligazioni tedesco<sup>396</sup>.

---

<sup>393</sup> Cfr. E BARCELONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 160 – 161 e, specialmente, nota 56, il quale cita la critica di C. W. CANARIS, *Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten*, cit., p. 216, secondo il quale *Der Dritte keine stärkere Rechtsposition haben kann, als die Partei, aus deren Vertrag er seinen Anspruch ableitet*» (ossia, il terzo non può avere una posizione giuridica più ampia della parte contrattuale per far valere la sua azione).

<sup>394</sup> Oltre ai contributi di Canaris, citati *supra*, tra le altre, nota n. 368, si veda W. LORENZ, *Das problem der Haftung für primäre Vermögensschäden bei der Erteilung einer unrichtiger Auskunft*, cit., p. 618; J. KÖNDGEN, *Selbstbindung ohne Vertrag: zur Haftung aus geschäftsbezogenen Handeln*, Tubinga, Mohr, 1981, p. 98.

<sup>395</sup> Detto principio veniva desunto dall'istituto della responsabilità precontrattuale e dalla disciplina sulla responsabilità del *falsus procurator* (§ 179 B.G.B.) che, pur ignorando il proprio difetto di poteri rappresentativi, avesse cagionato danni alla controparte.

Il nome dell'istituto (*Sachwalterhaftung*) deriva dalla fattispecie concreta che interessò uno dei primi casi in cui si ritiene sia stato applicato dalla giurisprudenza della Corte federale tedesca e, segnatamente, in Bundesgerichtshof, 5 aprile 1971, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 1, 1971, pp. 81 ss., attinente la responsabilità di un agente immobiliare (*i.e. Sachwalter*) nei confronti dell'acquirente per la valutazione di fattibilità (errata) dell'operazione immobiliare.

<sup>396</sup> Il testo attuale del richiamato terzo comma è il seguente: «un rapporto obbligatorio con gli obblighi di cui al comma 2 del § 241 può sorgere anche nei confronti di persone che non sono destinate a divenire parti del contratto. In particolare, un rapporto obbligatorio siffatto sorge quando il terzo induce le parti a riporre fiducia in misura notevole nella sua persona, e in forza di detto affidamento riesce ad influire sullo svolgimento delle trattative o sulla stipulazione del contratto». La predetta norma è stata redatta proprio da Canaris, ideatore della *Vertrauenshaftung* (responsabilità da affidamento).

### ***3.1. La Drittschutzwirkung e la Sachwaltervertrag quali modelli per la responsabilità dell'agenzia di rating nell'ordinamento tedesco.***

L'applicabilità del modello del contratto con effetti protettivi per i terzi è stato discusso dalla dottrina tedesca anche con riferimento all'ipotesi del danno subito dall'investitore per il rating errato.

Secondo un certo orientamento<sup>397</sup>, il modello del contratto con effetti protettivi dei terzi non sarebbe applicabile, da un lato, perché gli interessi della parte creditoria e del terzo non sarebbero allineati, atteso che l'emittente avrebbe interesse ad ottenere un rating più alto di quello corretto al fine di sostenere costi inferiori in termini di remunerazione dell'investimento mentre l'investitore avrebbe interesse a pagare un tasso di interesse inferiore all'effettivo rischio di credito in modo da massimizzare il profitto e, dall'altro, perché in tal modo si sposterebbe il rischio di insolvenza dell'emittente sull'agenzia di rating.

I due argomenti, tuttavia, non convincono.

Il primo parte dall'assunto che il contratto con effetti protettivi per il terzo si applichi soltanto in ipotesi in cui gli interessi della parte creditoria siano i medesimi, il che non è stato sempre vero nella giurisprudenza dei Giudici di *Karlsruhe*<sup>398</sup>.

Nondimeno, pur volendosi ammettere che detto requisito sia da considerarsi "necessario" per l'applicazione del *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*, non può non evidenziarsi come il presunto disallineamento di interessi tra creditore e terzo risulti essere solo apparente. Ed in effetti, sia il creditore che il terzo hanno interesse a che il rating rappresenti esattamente il rischio di credito sottostante il titolo negoziato (ovvero il rischio di *default*, nel caso di *issur rating*).

Dal lato dell'investitore, questi ha interesse ad acquistare un titolo (ovvero investire su un emittente) che sia allineato con il proprio profilo di rischio, di guisa che un soggetto con bassa propensione al rischio sarebbe sostanzialmente indifferente rispetto ad una remunerazione che non fosse fedele al rischio sottostante: di poi, l'investitore accorto, conscio della circostanza che il tasso di interesse sia rappresentativo del grado di rischio di un titolo, difficilmente

---

<sup>397</sup> Cfr. B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence*, cit., pp. 3 – 4.

<sup>398</sup> Si veda, in tal senso, O. VON SCHWEINITZ, *Rating Agencies*, cit., p. 178; K. ROTTER, T. KREMER, *Anlegerschutz und Rating*, in *Rechtsfragen im Rating. Grundlagen und Implikationen von Ratings für Agenturen, Investoren und geratete Unternehmen*, A. K. Achleitner, O. Everling (a cura di), Wiesbaden, Gabler Verlag, 2005, pp. 327 – 340, 336.

considererebbe “sicuro” l’investimento ad alta remuneratività.

Dal lato dell’emittente, la riduzione del correlato interesse a quello ad ottenere un tasso di interesse inferiore rispetto a quello che si applicherebbe in caso di corretta valutazione del rischio appare riduttiva. Ed in effetti, gli emittenti sono società; le società sono espressive di molteplici fasci di interesse (quelli della *governance*, degli azionisti, degli obbligazionisti, etc.). Ed allora, ben si comprende come il considerare l’emittente come una persona fisica che, atomisticamente, persegue un proprio interesse individuale risulti riduttivo. Sul punto, eloquente è proprio la giurisprudenza italiana sul noto caso Parmalat che ha riconosciuto il diritto ad ottenere il risarcimento del danno anche in capo all’emittente che abbia subito un danno da un rating “favorevole”: il giudice milanese ha, nel caso indicato, chiarito come *l’interesse dell’altra parte (...) deve essere inteso come interesse al corretto, puntuale, diligente e perito svolgimento della prestazione professionale (...), 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 (...)* e ciò in ragione di quanto il legislatore abbia inteso come *normale e ragionevole interesse all’adempimento della prestazione commissionata, secondo l’id quod plerumque accidit*.

*Summarizing*: gli interessi delle parti sono solo quelli meritevoli di tutela e, nell’ambito contrattuale, l’interesse di una parte consiste nell’ottenere una *corretta, puntuale, diligente e perita (i.e. esatta)* prestazione e non già una prestazione che, in frode agli interessi del mercato, permetta di ottenere un vantaggio a breve termine<sup>399</sup>.

Di poi, ove pure anche si volesse ritenere che gli interessi dell’emittente e quelli del terzo siano effettivamente diversi (se non addirittura divergenti), verrebbe oramai in soccorso la *Sachwaltervertrag* che è stata elaborata proprio al fine di superare detta critica: d’altro canto, lo stesso orientamento che nega l’applicabilità della *Drittschutzwirkung* all’ipotesi della responsabilità del rater, riconosce

---

<sup>399</sup> Si pensi al vantaggio (ovviamente, a breve termine) derivante ad una società dall’attività di un consulente fiscale che permetta di eludere la normativa di settore attraverso la rappresentazione non veritiera in bilancio ovvero, si pensi al proprietario di un immobile che commissioni la valutazione dello stesso ad un architetto al fine di utilizzare detta valutazione quale parametro per le future negoziazioni. Ovviamente, anche in quest’ultimo caso potrebbe ritenersi che il venditore avrebbe l’interesse ad un apprezzamento maggiore a quello reale. Adoperano quest’ultimo esempio P. HUBER, F. FAUST, *Schuldrechtsmodernisierung, Einführung in das neue Recht*, München, Beck Verlag, 2002, capter 3, section 12, p. 72 i quali, inoltre, ritengono di poter far rientrare detta ipotesi nella fattispecie di cui al § 311, comma terzo, B.G.B.

l'astratta applicabilità dell'opzione quasi-contrattuale prevista dal § 311, comma terzo, B.G.B., come una delle ipotesi possibili<sup>400</sup>

Il secondo argomento non convince poiché, come di evidenza, attiene più alla sfera di politica del diritto: perché mai, infatti, non dovrebbe esser “giusto” spostare il rischio di impresa dall'emittente al *rater* mentre sarebbe da considerarsi corretto spostarlo sull'investitore?

A fronte delle richiamate resistenze, vi è chi<sup>401</sup>, di contro, aderendo alle critiche sopra proposte, ritenga che il modello del contratto con effetti protettivi in favore dei terzi possa trovare ingresso nelle decisioni della futura giurisprudenza tedesca.

Si evidenzia, in particolare, come, a differenza delle autorità di vigilanza che agiscono nell'ottica dell'interesse pubblico, le agenzie di rating perseguono tendenzialmente interessi privati e servono quasi esclusivamente a fornire indicazioni all'investitore in ordine alla bontà di un prodotto finanziario ovvero di un emittente. Inoltre, le agenzie di rating sarebbero in una posizione agevole per aver contezza dei rischi di danno che in astratto possano interessare gli investitori e si considerano quali protettori degli interessi di questi. Nondimeno, l'utilizzo della *Drittschutzwirkung* ovvero della *Sachwalterhaftung* sarebbe giustificato dal fatto che non vi siano altre azioni contrattuali utilmente perseguibili nel diritto tedesco, nonché dalla improbabilità di utilizzo dello strumento extracontrattuale<sup>402</sup>.

---

<sup>400</sup> Cfr. B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence*, cit., p. 13, secondo la quale «without a contractually based relationship between the rating agency and the investor, the role of the rating agency as an expert in the capital market enters into play as a circumstance possibly constituting the basis for quasi-contractual liability. Under German law § 311 para. 3 sent. 2 of the German Civil Code explicitly states someone's liability, if he or she inspires confidence, thus favourably influencing contract negotiations or the conclusion of a contract. In its narrow sense, the legal definition of the pre-contractual liability under § 311 para. 3 sent. 2 of the German Civil Code suggests some immediate contact between the party held liable and the claimant. According to the German case law on the legal liability for statements in the prospectus such a specific basis for investors' typical reliance on the misstatements is even required for liability in this more common scenario. That is why one would have to state the factual requirements for the liability of credit rating agencies more loosely and primarily base it on the intermediary function of rating agencies as gatekeepers of the capital market. In fact, the success of the agencies' business model depends on network effects that make personal contacts unnecessary and are key to their fundamental self-interest».

<sup>401</sup> Si veda, in particolare, O. VON SCHWEINITZ, *Rating Agencies*, cit., p. 176 secondo il quale «if a decision is to be made (in an eventually credit rating agencies' liability case) it is likely that the German courts would apply the principles of third party beneficiary law. The investors face even a greater risk than the issuer and the courts will probably assume that the issuer, for reasons of good faith, will want the investors to be protected by the rating agreement». In termini possibilistici si esprime, altresì, U. BLAUROCK, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, cit., p. 23.

<sup>402</sup> Cfr., in tal senso, O. VON SCHWEINITZ, *Rating Agencies*, cit., p. 176, secondo il quale «no other contractual tie exists for the investor to directly sue the rating agency and investors would



Così impostato il tema, gli investitori dovrebbero limitarsi a fornire prova dalla esistenza di un rapporto contrattuale tra l'agenzia di rating e l'emittente e che l'informazione contenuta nel rating fosse errata (ossia, l'inadempimento – *breach of contract*), così come statuito nella giurisprudenza del Bundesgerichtshof, dovendosi pretendere dall'agenzia di rating di assolvere agli ulteriori oneri della prova a proprio carico<sup>403</sup>.

### **3.2. Il Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte nell'ordinamento italiano e l'applicabilità dell'impostazione alla responsabilità dell'agenzia di rating.**

Se il modello di responsabilità da interferenza qualificata non pare abbia avuto seguito nell'ordinamento italiano<sup>404</sup>, il contratto con effetti protettivi per i terzi ha trovato importanti riscontri, soprattutto nella giurisprudenza.

Il primo implicito accoglimento dell'istituto è stato riconosciuto dalla giurisprudenza di merito negli anni settanta<sup>405</sup> in ordine al danno alla salute subito dai parenti di un portiere di abitazione, cagionato dalla insalubrità dell'alloggio<sup>406</sup>.

---

*have to seek the protection of the rating agreement: under tort law, they would, in most instances, not be able to seek any remedy. Section 823 I BGB would not be considered applicable if a wrongful rating induced a worthless investment because wealth as such is not protected under tort principles».* Sulla utilizzabilità del *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* all'ipotesi delle inesatte informazioni si veda, altresì, D. MEDICUS, *Bürgerliches Recht*, München, Beck Verlag, 1999, p. 199.

<sup>403</sup> Cfr. Bundesgerichtshof, 8 giugno 2004, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2004, pp. 3420 – 3423 il quale ha riconosciuto l'applicabilità dell'istituto del contratto con effetti protettivi per i terzi nell'ipotesi di contratto di valutazione, sottoscritto tra un fondo di investimenti e uno studio di commercialisti certificato pubblicamente che dava garanzia in ordine all'accuratezza del prospetto di vendita. In questa ipotesi, la Corte federale tedesca ha ritenuto che la circostanza che il contratto fosse stato stipulato a beneficio dei terzi potesse desumersi da alcuni dati fattuali come l'autorevolezza della certificazione.

<sup>404</sup> Si segnala, unicamente, il riferimento a P. ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri dell'intermediario*, in *Informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi: Venezia 5-6-7 novembre 1981*, AA. VV. (a cura di), Milano, Giuffrè, 1982, pp. 458; G. B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi: Venezia 5-6-7 novembre 1981*, cit., pp. 1187 – 1188.

<sup>405</sup> Cfr. Corte di Appello Roma, 30 marzo 1971, in *Foro Padano*, I, 1972, pp. 552 ss. Sul caso, si veda, altresì, G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 139, nota 1; C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 140 ss.; V. ZENO ZENCOVICH, *Il danno al nascituro*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 1994, p. 699; F. CARINGELLA, G. DE MARZO, *Manuale di diritto civile, II Le obbligazioni*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 426; F. CARINGELLA, *Studi di diritto civile. III Obbligazioni responsabilità*, Milano, Giuffrè, 2007, p. 58; L. VIOLA, *I danni cagionati dallo Stato, dalla pubblica amministrazione e dal fisco*, Matellica, Halley Editrice, 2008, p. 300, nota 633. Si veda, altresì, Tribunale di Verona, 15 ottobre 1990, *Valentini e altro c. USL n. 25 Verona e altro*, in *Giurisprudenza di merito*, 1992, pp. 329 ss. attinente una ipotesi di responsabilità medica della struttura ospedaliera nei confronti del nascituro e dei propri genitori: in questo caso, i giudici di merito ritengono di poter applicare lo strumento di cui all'art. 1441 c.c., ossia del contratto a favore del terzo.

<sup>406</sup> In primo grado, l'azione di risarcimento danni, qualificata come aquiliana, viene respinta per decorrenza del termine di prescrizione quinquennale. La Corte di Appello, pur non qualificando espressamente il rapporto negoziale tra il marito e l'ente previdenziale quale un contratto con effetti protettivi per i terzi, riconosce tutela alla moglie ed alla figlia per violazione dell'obbligo, da parte

La prima applicazione esplicita del richiamato istituto avviene per il tramite della giurisprudenza di legittimità, nei primi anni novanta<sup>407</sup>, là dove viene ad esplicitarsi, nell'ambito della responsabilità medica, che «*nel caso di un contratto stipulato fra un ente ospedaliero e una partoriente non si sia di fronte ad un contratto a favore di terzi*, secondo lo schema contenuto nell'art. 1441 c.c., in cui *il nascituro assuma la figura di terzo, bensì di un contratto con effetti protettivi a favore di terzi il quale pone l'obbligo di non arrecare danni a terzi estranei al contratto e nell'ambito del quale, in caso di inadempimento della prestazione può agire non solo la partoriente, nella quale permanga un interesse attuale, ma anche il soggetto a protezione del quale è posto l'obbligo*»<sup>408</sup>.

Il predetto principio verrà, poi, ampiamente confermato dalle pronunzie successive, sia di merito<sup>409</sup> che di legittimità<sup>410</sup>, tese a qualificare il contratto

---

dell'ente, di dare in godimento un alloggio salubre in forza del contratto stipulato col marito.

<sup>407</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 22 novembre 1993, n. 11503, Rel. Gaetano Nicastro, *G. c. USL n. 9 Torino*, in *Giurisprudenza italiana*, I, 1, 1995, pp. 318 ss. Anche in tal caso, in primo grado, al nascituro era riconosciuta tutela meramente extracontrattuale, con consequenziale rigetto della domanda per intervenuta prescrizione; in appello venne adottata una decisione ancora più drastica sostenendosi che, poiché il danno cerebrale era stato provocato prima del parto ed a seguito di una prolungata permanenza del feto nel corpo materno, il soggetto (terzo – nascituro) doveva considerarsi non ancora venuto ad esistenza e come tale non poteva essere titolare di situazioni giuridiche soggettive (né attive, né tampoco passive), sicché alcuna tutela poteva spettargli. Dinanzi ai giudici di Piazza Cavour, al nascituro, rappresentando, ovviamente, dai suoi genitori, viene riconosciuta tutela (seguendosi il ragionamento realizzato da precedente giurisprudenza di merito – cfr. Tribunale di Verona, 15 ottobre 1990, cit.) e non sulla base dell'art. 2043 c.c., bensì sulla base dello schema tipico del *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*.

<sup>408</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 22 novembre 1993, n. 11503, cit.

<sup>409</sup> Cfr. Tribunale di Perugia, 16 aprile 2014, *G. M. c. Dott. R. B. e altri*, sul sito [terni.unipg.it](http://terni.unipg.it); Tribunale di Milano, 24 giugno 2010, *A. P. c. Soc. Casa di cura Santa Rita*, in *Foro padano*, 4, I, 2011, pp. 644 ss.; Tribunale di Napoli, sez. VI, 20 luglio 2009, *Redazione Giuffrè*, 2009; Tribunale di Milano, sez. V, 5 marzo 2009, n. 3047, *Z. L. c. Dott. G. M. e Nuova X S.r.l.*, disponibile su [www.altalex.com](http://www.altalex.com); Tribunale di Campobasso, 27 gennaio 2009, n. 66, *D'O. M. c. ASL n. 3 e altro*, in *Rivista giuridica Molise e Sannio*, 2, 2009, pp. 24 ss.; Tribunale di Milano, 22 aprile 2008, n. 40662, in *Danno e responsabilità*, 2008, pp. 1265 ss.; Tribunale di Arezzo, 10 agosto 2007, *Redazione Giuffrè*, 2009; Corte d'Appello di Catanzaro, 7 maggio 2004, n. 298, *S. G. e altri c. V. M. T. e altri*, in *Corti Calabresi*, 1, 2006, pp. 201 ss.; Tribunale di Venezia, 10 settembre 2002, *N. e altro c. P. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2003, pp. 117 ss., con nota di M. GORGONI, *Il contratto tra la gestante ed il ginecologo ha effetti protettivi anche nei confronti del padre*, *ivi*, 1, 2003, pp. 134 ss.; Tribunale di Genova, 3 gennaio 1996, *Stagnaro c. Pecorari*, in *Danno e responsabilità*, 1997, pp. 94 ss.; Tribunale di Terni, 15 dicembre 1995, *Svevo c. Passalacqua e altro*, in *Rassegna giuridica umbra*, 1996, pp. 664 ss.

<sup>410</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 4 gennaio 2010, n. 13, *USL Spoleto c. L. e altro*, in *Diritto di famiglia*, 3, 2011, pp. 1115 ss.; Cassazione civile, sez. III, 11 maggio 2009, n. 10741, *A. c. P. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 10, 2009, pp. 2063, con nota di M. GORGONI, *Nascituro e responsabilità sanitaria*, *ivi*, 10, 2009, pp. 2075 ss.; Cassazione civile, SS. UU., 11 novembre 2008, n. 26973, *G. e altro c. Z. e altro*, in *Foro italiano*, 1, I, 2009, col. 120 ss.; Cassazione civile, sez. III, 28 novembre 2007, n. 24742, *F. S. c. P. F. e altro*, in *Ragiusan*, 2009, pp. 297 – 298; Cassazione civile, sez. III, 14 giugno 2007, n. 13953, *D. c. G. e altro*, in *Giustizia civile*, 11, 2008, pp. 2519 ss.; Cassazione civile, sez. III, 9 novembre 2006, n. 23918, *Polimeni c. Leopizzi e altro*, in *Ragiusan*, 2007, pp. 281 – 282; Cassazione civile, sez. III, 14 luglio 2006, n. 16123, *V. e altro c. USL n. 12 Livorno e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2007, pp. 56 ss.; Cassazione civile, 26 gennaio 2006, n. 1698, *Soc. SAI Assicurazioni c. Soc. Clinica Mediterranea e altro*, in

intercorso tra il paziente (solitamente una futura madre) e la struttura ospedaliera (privata o pubblica che sia), un contratto atipico di spedalità con effetti protettivi nei confronti del (futuro) nascituro, del padre e, più di recente, anche dei germani<sup>411</sup>.

Tuttavia, al di là delle predette ipotesi, detto modello di tutela risarcitoria non pare abbia avuto ingresso in altri rami notoriamente conosciuti come di confine tra torto e contratto.

Si registra, di recente, unicamente una decisione della Corte di Cassazione<sup>412</sup> che, in *obiter dictum* al fine di distinguere il contratto a favore di terzo con quello con effetti protettivi per i terzi, ritiene ammissibile la configurabilità di quest'ultima fattispecie per l'ipotesi del conferimento di incarico, da parte di un accomandatario di una società in accomandita semplice, ma a titolo personale, ad un architetto per la progettazione, assistenza amministrativa e direzione dei lavori di costruzione di un complesso immobiliare di proprietà della società; nonché due decisioni della giurisprudenza amministrativa di merito che ha riconosciuto la natura di contratto con effetti protettivi per i terzi (cittadini) al contratto di somministrazione di acqua potabile concluso tra una società mista ed il Comune di Scalea<sup>413</sup> ed la disposizione

---

*Rivista italiana medicina legale*, 6, 2006, pp. 1223 ss.; Cassazione civile, sez. III, 20 ottobre 2005, n. 20320, *Osp. Riun. Bergamo c. Scuglia e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2005; Cassazione civile, sez. III, 29 luglio 2004, n. 14488, *D. D. e altro c. Poddi e altro*, in *Giustizia civile*, 1, I, 2005, pp. 121 ss.; Cassazione civile, sez. III, 14 luglio 2004, n. 13066, *Prov. Suore Santa Famiglia Bordeaux. Galli e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2004; Cassazione civile, sez. III, 4 maggio 2005, n. 9284, *Morelli c. Manfredi e altro*, in *Giustizia civile*, 12, I, 2006, pp. 2881 ss.; Cassazione civile, sez. III, 14 luglio 2003, n. 11001, *Piazzolla e altro c. Asl Bari gestione liquidatoria*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2003; Cassazione civile, sez. III, 8 maggio 2002, n. 6914, *Ras S.p.A. c. M. M. G. e M. F.*, in *Diritto di famiglia*, 2004, pp. 661, con nota di M. CINGOLANI, S. PECORA, *Omessa diagnosi di malformazioni fetali e categorie di danno: il punto di vista della Corte di Cassazione*, *ivi*, pp. 676 ss.; Cassazione penale, sez. IV, 21 giugno 2000, n. 11625, in *Giurisprudenza italiana*, 2002, pp. 952 ss.; Cassazione civile, sez. III, 7 ottobre 1998, n. 9911, *Di Campli c. USL n. 64 Lomardia e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 1998, pp. 2032 ss. In senso contrario, Cassazione civile, sez. III, 2 ottobre 2001, n. 12198, *Gavazzoni c. ASL n. 38 Milano*, in *Giustizia civile*, I, 2002, pp. 3167 ss.

<sup>411</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 2 ottobre 2012, n. 16754, Rel. Travaglino, *O. G. c. INA Assitalia S.p.A.*, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013, con nota di S. CACACE, *Il giudice “rottamatore” e l’enfant préjudice*, *ivi*, pp. 155 – 161, ove il “giudice rottamatore” sarebbe il Cons. Dott. Travaglino mutuandosi un epiteto ideato da F. D. Busnelli al seminario organizzato a Pisa il 9 novembre 2012 dal tema *La responsabilità sanitaria e il nesso causale*.

<sup>412</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. II, 12 maggio 2014, n. 10272, *A. V. c. Verdat S.r.l.*, in *Diritto & Giustizia*, 2014.

<sup>413</sup> Cfr. TAR Calabria (Catanzaro), sez. II, 10 aprile 2012, n. 358, *Soc. M. T. S.p.A. c. Comune di Scalea*, *Redazione Giuffrè*, 2012, secondo cui «il contratto di somministrazione di acqua potabile concluso tra una società mista e i Comuni sembra ricalcare la figura, elaborata per effetto dell’influsso di teorie tedesche, del contratto con effetti protettivi a favore del terzo, da cui nascono obblighi di protezione di interessi soggetti diversi dalla controparte quali i beneficiari finali della somministrazione di acqua che sono le persone fisiche interessate alla fornitura di acqua potabile e che non sono parti né in senso formale né in senso sostanziale della convenzione; infatti, con la somministrazione di acqua, tale società fornisce una risorsa primaria ed essenziale della persona, afferente ad un diritto costituzionalmente garantito, quale il diritto alla salute, che non è nella sua disponibilità».

contenuta nella convenzione di lottizzazione conclusa tra un ente comunale e un privato ai sensi della quale le aree *standards* e quelle necessarie alla realizzazione delle opere di urbanizzazione secondaria devono essere cedute gratuitamente al Comune<sup>414</sup>.

L'interesse mostrato di recente dalla giurisprudenza italiana per il *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*, anche per fattispecie diverse dal contratto paziente – struttura sanitaria, lascia aperta la strada ad un'applicazione a più ampio raggio dell'istituto che ben si presterebbe ad esser applicato anche all'ipotesi del danno cagionato dall'agenzia di rating, cui la valutazione fosse stata commissionata dal cliente emittente in vista della negoziazione di un determinato prodotto finanziario.

Anche in tal caso, infatti, il contratto di rating troverebbe la sua causa nella volontà dell'emittente di certificare ovvero attestare, ovvero ancora fornire una informazione al mercato in ordine al grado di rischio (di credito) sotteso al prodotto finanziario.

E tanto avviene sia nel caso che la messa a disposizione al pubblico sia prevista *ex lege, ex contractu* ovvero non sia prevista per nulla. Ed in effetti, non vi sarebbe alcun altro motivo per il quale un emittente debba chiedere un rating sui propri strumenti finanziari: l'emittente, infatti, è interessato a che quell'informazione pervenga nella sfera cognitiva degli investitori affinché questi siano indotti ad investire negli strumenti finanziari retati. L'emittente trae beneficio, infatti, non direttamente dall'informazione che la controparte dovrà rendere al pubblico (ossia, al mercato), bensì direttamente dal maggiore *appeal* che i propri strumenti finanziari potranno riscuotere tra gli investitori<sup>415</sup>.

D'altro canto, le agenzie di rating che accettano l'incarico, contro corrispettivo, di adempiere alla prestazione informativa hanno piena contezza della circostanza che essa (la prestazione) sia destinata al mercato, sicché non possono eccepire la presunta “estraneità” degli investitori al contratto: in verità essi (gli investitori), lungi dall'esser “estranei” al contratto, ne sono investiti in pieno là dove

---

<sup>414</sup> Cfr. TAR Lombardia (Brescia), 28 novembre 2001, n. 1126, *Comune Capriano del Colle c. M. N.*, in *Appalti Urbanistica Edilizia*, 2002, pp. 377.

<sup>415</sup> Si veda, in tal senso, E. BARCELLONA, *L'informazione (obbligatoria e volontaria) al mercato e la tutela dell'investitore*, cit., p. 29, secondo il quale «la società che incarica (...) l'agenzia di rating non avrebbe alcun interesse nel (...) contratto di rating se essa fosse costretta a, per così dire, tenersi nel cassetto il prodotto finale (la prestazione informativa) della propria controparte: l'interesse che essa, social-tipicamente, deduce in contratto è per l'appunto quello della diffusione presso i suoi potenziali “clienti” (gli investitori) di quella prestazione informativa che essa, proprio per questo, decide di remunerare».

si consideri che lo scopo ed il senso del contratto consista proprio nella destinazione a loro beneficio della prestazione informativa. I “terzi” fan parte del contratto per volontà delle “parti” di guisa che, una volta che essi abbiano deciso di inserirli nella dinamica contrattuale nel momento genetico della definizione dell’assetto degli interessi, non possono poi decidere di ignorarli al momento patologico dell’inadempimento per il sol motivo che quel coinvolgimento non sia più per una delle parti più conveniente<sup>416</sup>.

Ed allora, in questa situazione, il potenziale investitore, quale naturale beneficiario dell’informazione contenuta nel rating, potrà essere considerato quale terzo protetto dal contratto di rating.

#### **4. Il modello di responsabilità civile verso i terzi dell’attestatore-certificatore.**

L’opzione contrattuale viene solitamente proposta anche per la responsabilità di figure professionali esercenti attività di attestazione e/o certificazione, ossia quel tipo di attività di controllo (o revisione) ed, in generale, di valutazione destinata per legge ovvero per volontà delle parti (solitamente del committente) a permettere ai terzi di avere contezza della situazione patrimoniale e gestionale dell’impresa interessata e non operata ad uso meramente interno<sup>417</sup>.

Le figure professionali che hanno la funzione di attestare ovvero certificare un determinato dato fattuale dai contorni e contenuti tecnici sono aumentate esponenzialmente con l’accrescersi della richiesta di *expertise* nell’ambito dei vari settori del diritto.

---

<sup>416</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *L’informazione (obbligatoria e volontaria) al mercato e la tutela dell’investitore*, cit., p. 30.

<sup>417</sup> Cfr. A. BREGOLI, *La responsabilità civile degli “esperti attestatori” nell’ambito dei “piani”, degli “accordi” e dei concordati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1, 2011, pp. 76 – 77; M. CONTE, *Responsabilità della società di revisione in caso di revisione volontaria nell’ambito di una due diligence*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2000, pp. 445 – 446; R. MARAZZI, *Note in tema di contratto per persona da nominare e di responsabilità delle società di revisione contabile*, in *Giurisprudenza italiana*, 2003, p. 674. Per una definizione di *certificazione*, si veda, altresì, A. STOPPANI, *Certificazione*, in *Enciclopedia del diritto*, VI, Milano, Giuffrè, 1960, p. 793, secondo il quale per *certificazione* si intende, normalmente, l’atto «che “fa fede” intorno a quanto da esso enunciato»; L. BUGIOLACCHI, *Sicurezza dei prodotti e certificazione: la responsabilità contrattuale degli organismi di valutazione della conformità*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2, 2013, pp. 610 ss., secondo il quale «l’attività di certificazione di qualità rappresenta una procedura con la quale un soggetto verificatore esterno all’impresa, terzo e indipendente, che sia a ciò autorizzato (c.d. organismo certificatore), fornisce attestazione scritta che un prodotto, processo produttivo o servizio, a seguito di valutazione, è conforme ai requisiti specificati da norme tecniche, garantendone la validità nel tempo, attraverso una adeguata attività di sorveglianza», con ciò richiamando la definizione fornita da TAR Molise, 11 febbraio 2003, n. 187, in *Foro amministrativo TAR*, 2003, p. 666.

Di là dalla figura tipica del revisore contabile, di cui si dirà dettagliatamente *infra*, con particolare riferimento al diritto fallimentare, ad esempio, viene in rilievo il ruolo del professionista attestatore di cui all'art. 161, comma terzo, regio decreto n. 267/1942 (c.d. Legge fallimentare), in tema di relazione sulla veridicità dei dati aziendali e della fattibilità del piano di concordato ovvero del professionista di cui all'art. 67, comma terzo, lett. d) dello stesso regio decreto, in tema di attestazione della ragionevolezza del piano di risanamento dell'esposizione debitoria, ovvero ancora del professionista di cui all'art. 182 *bis* della stessa legge, in tema di attestazione della fattibilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Veridicità, ragionevolezza e fattibilità: clausole generali che ripercorrono il meccanismo di privatizzazione del servizio di creazione di certezze aventi rilevanza pubblica e che, come tali, hanno la funzione di fornire soddisfazione ad interessi pubblicistici, di cui s'è già detto allorquando si è verificata la funzione certificativa dell'agenzia di rating<sup>418</sup>.

In tale contesto, la scelta del modello di responsabilità contrattuale si giustifica, ancora una volta, da un lato, con la preesistenza dell'obbligazione disposta *ex lege* ovvero concordata *ex contractu* rispetto al danno conseguente ad un inadempimento di specifiche obbligazioni anche nei confronti dei terzi<sup>419</sup>, nonché in obblighi di protezione specificatamente previsti in favore dei terzi secondo lo schema tipico del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi.

Conferma della bontà di tale scelta interpretativa la si rinviene nella disciplina della revisione contabile<sup>420</sup>.

#### ***4.1. Una specifica ipotesi di responsabilità civile da certificazione. La responsabilità ai sensi dell'art. 168, TUF e dell'art. 2409 sexies c.c. (oggi art. 15, d. lgs. n. 39/2010).***

Il revisore legale dei conti è il certificatore per eccellenza nell'ambito dell'attestazione economico – finanziaria<sup>421</sup>.

---

<sup>418</sup> Cfr. *supra*, cap. 1, par. 5.2.

<sup>419</sup> Cfr. A. BREGOLI, *La responsabilità civile degli "esperti attestatori" nell'ambito dei "piani", degli "accordi" e dei concordati*, cit., p. 81.

<sup>420</sup> Cfr. A. BREGOLI, *La responsabilità civile degli "esperti attestatori" nell'ambito dei "piani", degli "accordi" e dei concordati*, cit., p. 87.

<sup>421</sup> La revisione contabile è quell'attività diretta ad effettuare un controllo della regolarità formale e sostanziale della contabilizzazione dei fatti di gestione e del bilancio di un altro soggetto, rilasciandone attestazione. In tal senso, A. BREGOLI, *La responsabilità civile degli "esperti attestatori" nell'ambito dei "piani", degli "accordi" e dei concordati*, cit., p. 77; A. BENEDETTI, *Certezza pubblica e "certezze" private*, cit., p. 39; A. ROSSI, *Spunti sulla nuova disciplina della*

Da questo punto di vista, l'utilizzo dell'*analogia legis* della normativa prevista in tema di revisione contabile permetterebbe di fornire una tutela sostanzialmente contrattuale (salvo che per il termine previsto per la prescrizione dell'azione) all'investitore danneggiato dal rating errato<sup>422</sup>.

Esattamente come per l'agenzia di rating, anche nel caso della revisione contabile, a lamentare il danno derivante dall'inesatto adempimento dell'obbligazione di prestazione sono per lo più i destinatari di detta informazione ossia, oltre agli azionisti, i creditori ovvero i potenziali creditori della società "revisionata"<sup>423</sup>.

Volgendo, per un attimo, lo sguardo oltre Oceano, dove il problema della responsabilità dei revisori si è posto già da tempo, si evidenzia come l'ordinamento statunitense abbia, per primo, avviato il processo di rinuncia alla *joint and several liability*, optando per il modello della *proportionate liability*, di guisa che il revisore risponde *solo per il proprio comportamento*<sup>424</sup>. Il revisore che, colposamente, non abbia rilevato le falsità di bilancio, in quell'ordinamento, pertanto, risponde nei confronti dei terzi solo secondo una percentuale della colpa totale di tutti i soggetti che hanno contribuito a cagionare il danno, dovendosi tener conto della condotta di ciascuno, nonché della natura e della estensione del nesso causale tra la condotta individuale ed il danno: detto schema è, ovviamente, meno "garantista" nei confronti dei danneggiati<sup>425</sup>.

Tuttavia, avutosi riguardo alle motivazioni sottese alla scelta statunitense di responsabilità parziaria, legate soprattutto al rischio (concreto) di proliferazione di

---

*revisione contabile*, in *Le Società*, 1999, pp. 1034 ss. L'esigenza di individuare strumenti idonei a garantire la fiducia nella rappresentazione contabile si pone sin dalle prime apparizioni di società commerciali in cui proprietà ed amministrazione fossero scisse; la revisione originava, dunque, dalla esigenza di offrire utilità informativa agli azionisti sugli amministratori, posto che la "presunzione di disonestà" di questi ultimi costituirebbe il primo principio della contabilità moderna (si veda, F. PANOZZO, *Prefazione*, in *La società dei controlli*, M. Power (di), Torino, Einaudi, 2002, p. XX; H. BRAVERMAN, *Labour and Monopoly Capital. The Degradation of Work in the Twentieth Century*, in *Monthly Review Press*, 1974, p. 303).

<sup>422</sup> Si ritiene, infatti, che la figura del revisore legale dei conti e, più in generale, il revisore contabile, siano figure professionali assolutamente consimili all'agenzia di rating, non condividendosi il rilievo per il quale tra le agenzie di rating non avrebbero poteri "ispettivi" da poter utilizzare al fine di ottenere maggiori informazioni.

<sup>423</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 2 – 3.

<sup>424</sup> Cfr. G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca borsa e titoli di credito*, II, 2007, p. 160; C. AMATUCCI, *La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana*, cit., pp. 870 – 871.

<sup>425</sup> Cfr. C. AMATUCCI, *La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana*, cit., p. 871. A favore dell'opzione solidale a discapito di quella parziaria, si veda, altresì, G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, cit., p. 178; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 256.

azioni collettive (*i.e. Securities class actions*), si ritiene condivisibile l'obiezione per la quale detto rischio sia da considerarsi estraneo all'esperienza dei tribunali nostrani e che «*in Italia un problema di deterrenza eccessiva non esista e che anzi il problema sia esattamente il contrario*»<sup>426</sup>.

Tornando a solcare le coste della nostra penisola, v'è da rilevare che l'orientamento maggioritario della dottrina<sup>427</sup> sia stato (e per certi versi, lo sia ancora) nel senso di affidare all'area del torto le sorti della responsabilità dei revisori nei confronti dei "terzi".

Il predetto convincimento era, sostanzialmente, fondato sulla aprioristica esclusione della opzione contrattuale (ovvero obbligatoria) della fattispecie di responsabilità in esame, nonché da una certa interpretazione della normativa al tempo vigente che, menzionando, altresì, la responsabilità da fatti illeciti lasciava presagire detta *voluntas legis*.

Ed in effetti, l'art. 164, d. lgs. n. 58/1994 (TUF), nell'ambito della revisione legale e nella formulazione antecedente la riforma introdotta con il d. lgs. n. 39/2010, dopo aver adoperato riferimento alla responsabilità dei sindaci utile, per lo più, ad individuare il grado di diligenza richiesto nell'esecuzione dell'incarico, prevedeva che «*i responsabili della revisione ed i dipendenti che avessero effettuato l'attività di revisione contabile fossero responsabili, in solido con la società di revisione, per i danni conseguenti da propri inadempimento o da fatti illeciti nei confronti della società che ha conferito l'incarico e nei confronti dei terzi danneggiati*».

---

<sup>426</sup> Cfr. P. GIUDICI, *Il dibattito sulla limitazione di responsabilità delle società di revisione: la prospettiva italiana*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006*, P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventrone (a cura di), Milano, Giuffrè, 2007, p. 965; ID., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 377 – 379; C. AMATUCCI, *La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana*, cit., p. 871.

<sup>427</sup> Cfr. E. E. BONAVERA, *La responsabilità della società di revisione nel regime anteriore al D. Lgs. n. 39/2010*, in *Le Società*, 4, 2014, p. 438; V. SANGIOVANNI, *La responsabilità extracontrattuale della società di revisione nel caso Parmalat*, in *Corriere giuridico*, 4, 2009, pp. 536 ss. e, specialmente, p. 540; V. SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danni a terzi*, in *Società*, 2002, pp. 1520 ss.; R. CALDARONE, G. TUCCI, *La responsabilità nell'esercizio dell'attività di revisione e certificazione del bilancio: prime pronunce della giurisprudenza e tendenze evolutive*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1995, p. 294; M. BUSSOLETTI, *La società di revisione*, Milano, Giuffrè, 1985, p. 332; A. ROSSI, *Revisione contabile e certificazione obbligatoria*, Milano, Giuffrè, 1985, pp. 197 ss.; M. SANTARONI, *La responsabilità del revisore*, Milano, Giuffrè, 1984, p. 202; S. FORTUNATO, *La certificazione di bilancio*, Napoli, Jovene, 1985, pp. 180 ss.; P. VALENSISE, *La responsabilità delle società di revisione. Prime considerazioni dopo le prime pronunce giurisprudenziali*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 1996, pp. 497 ss.; R. NOBILI, M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1975, p. 622.



Così formulata, la norma, sembrava considerare la natura della responsabilità del revisore contabile nei confronti dei terzi, di fatto, aquiliana e così si era espressa la prima giurisprudenza di legittimità<sup>428</sup> e di merito<sup>429</sup> sul tema.

I primi dubbi<sup>430</sup> in ordine alla riconducibilità di detta fattispecie di responsabilità al modello aquiliano sono stati sollevati già all'indomani della riforma del diritto societario allorquando, essendosi esteso l'obbligo di revisione contabile a tutte le società per azioni, venne introdotto l'art. 2409 *sexies* c.c. che, riproducendo quasi pedissequamente il contenuto dell'art. 164, d. lgs. n. 58/1998, ometteva di adoperare riferimento ai *fatti illeciti* quali fonte di responsabilità.

Detti “dubbi” mi paiono esser divenuti “certezze” con l'intervenuta riforma del 2010.

Ed in particolare, sull'onda riformatrice che ha investito la legislazione dei mercati finanziari europei, la direttiva n. 2006/43/CE sulla revisione legale dei conti annuali e consolidati, ispirata alla normativa contenuta nel *Sarbanes – Oxley Act 2002*, in tema di responsabilità del revisore, prevedeva, da un lato, che, «*fatti salvi i regimi nazionali in materia di responsabilità civile*», gli Stati membri introducessero «*sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive nei confronti dei revisori legali e delle imprese di revisione contabile*» (art. 30) e, dall'altro lato, che la Commissione presentasse «*una relazione sull'impatto della normativa nazionale vigente in materia di responsabilità (...) esercita sui mercati europei dei capitali e sulle condizioni di assicurazione per i revisori legali e le imprese di revisione*

---

<sup>428</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2002, n. 10403, *Soc. Andersen c. Soc. Carraro e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 2003, p. 672. A commento della predetta sentenza, si veda T. DI MARCELLO, *La responsabilità delle società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 4, 2003, pp. 441 ss.; T. LOMASCOLO, *Revisione volontaria e responsabilità extracontrattuale della società di revisione*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2003, pp. 598 ss.

<sup>429</sup> Si veda, in tal senso, Tribunale di Torino, 18 settembre 1993, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 1994, pp. 290 ss.; Corte d'Appello Milano, 7 luglio 1998, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2000, pp. 425 ss.; Tribunale di Milano, 21 ottobre 1999, in *Giurisprudenza italiana*, 2000, pp. 553 ss.; Tribunale di Milano, sez. VIII, 4 novembre 2008, *V. C. e altri c. Italaudit S.p.A. in liquidazione*, in *Corriere giuridico*, 4, 2009, pp. 531 ss., con nota di V. SANGIOVANNI, *La responsabilità extracontrattuale della società di revisione nel caso Parmalat*, *ivi*, pp. 536 ss.

<sup>430</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 15 – 17, secondo cui «*l'interpretazione (...) secondo cui con la nuova dizione letterale il legislatore avrebbe inteso chiarire, una volta per tutte, che la responsabilità dei revisori trovi proprio nell'inadempimento (in senso proprio) e non in un fatto illecito aquiliano il proprio fondamento – appare ben più fondata*»; G. M. BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle S.p.A.*, cit., p. 207; G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, cit., p. 164 secondo il quale «*la riforma societaria nell'art. 2409 sexies c.c. (...) ha fornito una solida base a chi ritiene che la responsabilità del revisore verso i terzi, per quanto di fonte non contrattuale, sia di natura contrattuale, o per meglio dire sia una responsabilità per violazione di obblighi*»; M. BUSSOLETTI, *Revisori contabili: alle volte, più reticenze che informazione. Una risposta in cerca di smentita*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 4, 2007, p. 556.

contabile» che comprenda «un'analisi obiettiva delle limitazioni della responsabilità patrimoniale» (art. 31)<sup>431</sup>.

Gli intenti del legislatore comunitario hanno portato all'emanazione di una raccomandazione della stessa Commissione del 5 giugno 2008 (n. 2008/473/CE), supportata da uno studio dell'istituto indipendente del *London Economics*<sup>432</sup> e successivamente confermata dalla risoluzione del 10 marzo 2009 del Parlamento europeo<sup>433</sup>, ove venivano indicati alcuni metodi alternativi di limitazione della responsabilità dei revisori quali la fissazione di un importo massimo ovvero di una formula che ne permettesse il calcolo, l'applicazione del principio di proporzionalità nel risarcimento del danno e l'adozione di una disposizione che consentisse di stabilire un accordo sulla limitazione<sup>434</sup>: l'approccio cauto si fondava sulle previsioni catastrofiche che si riteneva potessero derivare dalla “morte” di una delle *Big Four*<sup>435</sup> del mercato della revisione.

Nonostante le indicazioni della Commissione, il legislatore italiano non ha introdotto alcuna forma di limitazione della responsabilità e/o introduzione di forme di responsabilità parziaria (concretizzazione del principio di proporzionalità in materia) dei revisori contabili e, con il d. lgs. n.39/2010 (c.d. Testo Unico della Revisione) ha abrogato le disposizioni contenute nell'art. 168 TUF ed introdotto, nel suo art. 15, una forma di responsabilità solidale, tra essi e gli amministratori, da inadempimento ai propri doveri, sia nei confronti dei soci che dei terzi.

La novella non adopera più riferimento al “fatto illecito” quale fonte di obbligazione risarcitoria nei confronti dei *revisori legali* e delle *società di revisione legale* ed esalta, quale unico elemento della fattispecie, l'inadempimento ai propri

---

<sup>431</sup> Sul tema, G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2011, p. 450; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 252; M. SPIOTTA, *La responsabilità civile del revisore legale in base all'art. 15 del d. lgs. 39/2010*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2012, pp. 693 – 694; F. SALERNO, *La responsabilità del revisore tra nuove incertezze e vecchi problemi*, in *Rivista delle Società*, 5, 2013, p. 985; M. RONDINELLI, *Per un ripensamento della responsabilità civile dei revisori*, in *Giurisprudenza commerciale*, 4, 2010, p. 629; C. AMATUCCI, *La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana*, cit., pp. 864 – 866.

<sup>432</sup> Cfr. LONDON ECONOMICS, R. EWERT, *Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regime*, Frankfurt am Main, Goethe University, 2006, disponibile sul sito [http://ec.europa.eu/internal\\_market/auditing/docs/liability/auditors-final-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/liability/auditors-final-report_en.pdf). Il lavoro è citato, altresì, da F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., p. 252 e da M. DE NADAI, *La nuova responsabilità dei revisori legali dei conti: criticità e disarmonie normative*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2011, p. 398.

<sup>433</sup> Cfr. Parlamento europeo, 10 marzo 2009, C/87 E/06 in GUUE del 1 aprile 2010.

<sup>434</sup> Cfr. G. COTTINO, *Diritto societario*, cit., p. 450; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., pp. 253 – 256; M. DE NADAI, *La nuova responsabilità dei revisori legali dei conti: criticità e disarmonie normative*, cit., p. 398.

<sup>435</sup> Si tratta di Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCooper.

doveri, ossia alla obbligazione contrattuale ed alle obbligazioni previste *ex lege*.

La circostanza che trattasi di ipotesi diversa da quella aquiliana è ulteriormente confermata dalla esplicitazione, altrimenti non necessaria, della prescrizione quinquennale dell'azione di risarcimento<sup>436</sup>.

Detta scelta del legislatore tiene conto della preminente esigenza di tutela, anche processuale, dei destinatari dell'informazione al mercato atteso che la funzione principale del revisore sia quella di fornire, oltre che alla società, soprattutto ai soci ed ai terzi investitori (in senso ampio, ovviamente) un giudizio indipendente sulla regolarità dei bilanci, le cui norme redazionali «*sono di ordine pubblico economico anche per le società non quotate*»<sup>437</sup> ed il cui giudizio ingenera un «*legittimo affidamento sulla corrispondenza al vero del documento sociale*»<sup>438</sup>.

La prestazione (obbligazione di fonte contrattuale) del revisore è tutta rivolta ai terzi, dunque, e l'ordinamento è ad essi che ripone lo sguardo "protettivo". Per l'effetto, la responsabilità tra revisore e terzo è contrattuale atteso che, da un lato, l'obbligo del revisore precede il verificarsi del danno e si concreta nel dovere specifico di trasferimento di un'utilità informativa determinata ad altri<sup>439</sup> e, dall'altro, trovi fonte negli obblighi contrattuali assunti direttamente con la società cliente, cui si aggiungono, quali obbligazioni accessorie, gli ulteriori obblighi previsti *ex lege* dalla disciplina di settore.

Trattasi, in ragione di quest'ultimo specifico aspetto, più propriamente di responsabilità contrattuale, piuttosto che di responsabilità obbligatoria, tenuto conto che presupposto indefettibile per il sorgere di tutte le obbligazioni (anche quelle previste *ex lege*) sia comunque la stipulazione del contratto di revisione che ha quali destinatari, normalmente per volontà delle parti – nel caso di contratto volontario di revisione – ovvero del legislatore – nel caso di contratto di revisione obbligatorio, soprattutto i terzi (azionisti ed obbligazionisti, anche potenziali) cui, normalmente, si rivolge il danno ovvero il beneficio informativo-certificativo<sup>440</sup>.

Il modello di responsabilità previsto nel nuovo art. 15, d. lgs. n. 39/2010,

---

<sup>436</sup> In senso contrario, si veda M. SPIOTTA, *La responsabilità civile del revisore legale in base all'art. 15 del d. lgs. 39/2010*, cit., p. 696, la quale adopera riferimento, tuttavia, al testo di Barcellona scritta, tuttavia, ante riforma.

<sup>437</sup> Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2010, p. 390.

<sup>438</sup> Cfr. G. M. BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle S.p.A.*, cit., p. 38.

<sup>439</sup> Nello stesso senso, C. AMATUCCI, *La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana*, cit., pp. 872 – 873; M. DE NADAI, *La nuova responsabilità dei revisori legali dei conti: criticità e disarmonie normative*, cit., p. 412.

<sup>440</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., pp. 236 ss.

come accennato, ben può essere oggetto di applicazione analogica all'ipotesi del danno subito dall'investitore in ragione della inesatta informazione resa dall'agenzia di rating, vista l'affinità tipologica delle fattispecie, sia astratta che concreta, di responsabilità e danno<sup>441</sup>.

Ed in effetti, esattamente come il revisore contabile, allo stesso modo l'agenzia di rating attesta e certifica il merito creditizio dell'emittente ovvero il rischio di credito sottostante un prodotto finanziario, attestazione e certificazione che, allo stato, ha una specifica valenza regolamentarestante i richiami che ancora il legislatore, a tutti i livelli della filiera normativa, realizza al rating quale parametro di riferimento.

Alla predetta applicazione analogica non è di ostacolo neppure la recente introduzione di una specifica ipotesi di responsabilità del *rater* ad opera del regolamento (UE) n. 462/2013, con il nuovo art. 35 *bis*, regolamento (CE) n. 1060/2009, tenuto conto della circostanza che la stessa disposizione europea prevede, al suo quinto comma, la possibilità che la normativa europea *non* escluda *ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale*, là dove per diritto nazionale deve intendersi non semplicemente il diritto positivo, ma anche il diritto derivante dall'attività interpretativa dei vari formanti del diritto, ai diversi stadi dello stesso.

### **5. L'ipotesi del contratto (gratuito?) atipico di utilizzo.**

Una specifica ipotesi di responsabilità contrattuale è stata, altresì, ipotizzata per la fattispecie in cui l'affidamento segua alla materiale registrazione ed accesso del (potenziale o già) investitore al sito internet dell'agenzia di rating con l'accettazione delle condizioni generali di utilizzo (cc.dd. *terms of use*) ovvero di accordi di utilizzo (cc. dd. *user agreements*)<sup>442</sup>.

---

<sup>441</sup> Si veda, in tal senso, P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., pp. 414 – 145, il quale cita il caso statunitense *Commercial Financial Services v. Arthur Andersen* in cui l'attore, una società attiva nell'acquisto di crediti in sofferenza e nel loro cartolarizzazione, citò la società di revisione che, a sua volta, chiamò in causa le agenzie di rating sostenendo che le loro valutazioni fossero state errate. La corte, allo scopo di distinguere il rater dal giornalista, chiarifica che il rapporto agenzia di rating e cliente è simile a quello che si instaura tra emittente e revisore. Per un rilievo sulla affinità delle fattispecie, si veda, altresì, N. BERTOLINI CLERICI, L. A. BOTTAI, C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, cit., p. 84 ss.

La circostanza, poi, che le figure del revisore legale dei conti e quella dell'agenzia di rating siano equiparabili si evince, altresì, dal medesimo trattamento sanzionatorio riservato alle stesse ai sensi dell'art. 193, comma 1-*quinquies*, TUF.

<sup>442</sup> Si veda, in tal senso, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 123 ss.

Dette condizioni contengono *clausole, pattuizioni, condizioni e disposizioni alle quali l'utente può accedere al sito ed utilizzarne i contenuti* che, ovviamente, comprendono anche i rating e gli altri pareri pubblicati<sup>443</sup>.

Il problema, dunque, sarebbe quello di verificare se il voto di rating sia messo a disposizione sulla base di un previo accordo contrattuale che si concluderebbe con il *sign in* nel sito di riferimento e, quindi, con l'accettazione, da parte dello *user* dei richiamati *terms of use*.

La dottrina che si è occupata del tema, dopo aver valorizzato la medesimezza dei predetti *terms* rispetto quelli utilizzati da siti web che prestano altre tipologie di servizi (come i servizi di *hosting* ed *housing*), ha negato la possibilità che questi possano essere equiparati al paradigma negoziale delle licenze d'uso di un bene immateriale atteso che quest'ultime sono normalmente a titolo oneroso mentre il servizio reso, attraverso il proprio sito, dai *raters* sarebbe gratuito<sup>444</sup>.

In verità, proprio gli oscuri confini delle licenze d'uso, soprattutto in ragione della eterogenità della prassi economica e sociale che le caratterizza oltre che della riservatezza spesso utilizzata dalle parti che le sottoscrivono<sup>445</sup>, permetterebbero di considerare anche la possibilità di concludere contratti di licenza *latu sensu* gratuiti.

---

<sup>443</sup> I *terms of use* attualmente contenuti sul sito di Moody's, così si esprimono: «*Il presente sito web (il "Sito") appartiene ed è gestito da Moody's Investors Service, Inc. ("MIS"), Moody's Analytics, Inc. e le loro controllate (collettivamente, "Moody's"). Le presenti Condizioni di Utilizzo contengono i termini, le pattuizioni, le condizioni e le disposizioni alle quali voi (l'"Utente") potete accedere al Sito e utilizzarne i contenuti che comprendono (a titolo esemplificativo, ma non esaustivo) i rating, pareri, e altri materiali, strumenti, prodotti, servizi, pubblicazioni ed informazioni (collettivamente, i "Materiali") pubblicati sul Sito»; mentre quelli di S&P sono disponibili unicamente in inglese (nella versione "vincolante": «By accessing and using standardandpoors.com (the "Web Site"), you agree to be legally bound by these Terms of Use and you represent that you are 18 years or older. If any of these terms are unacceptable to you, you may not access the Web Site until agreement has been reached between you and Standard & Poor's as to the applicable terms of use. The terms "you" and "User" refer to anyone who accesses the Web Site. (...) Standard & Poor's grants you a non-exclusive, non-transferable, limited license to access and use the Web Site for the fees, if applicable, and under the terms set forth below. The content of the Web Site made accessible by Standard & Poor's on the Web Site includes, but is not limited to, the Standard & Poor's ratings and other opinions, text, data, reports, images, photos, graphics, graphs, charts, animations and video (collectively, the "Content"). The Content may be used only for non-commercial use»; contenuto consimile hanno anche i *terms of use* di Fitch e Crif Rating Agency.*

<sup>444</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 123 ss. riprendendo il ragionamento realizzato da P. SAMMARCO, *Le clausole contrattuali di esonero e trasferimento della responsabilità inserite nei termini d'uso dei servizi del web 2.0*, in *Diritto dell'informatica*, 4 – 5, 2010, pp. 631 ss. sulle licenze d'uso di beni immateriali relativamente ai servizi di motore di ricerca, *social network* e sito di caricamento e fruizione di video.

<sup>445</sup> Cfr. lo stesso P. SAMMARCO, *Le clausole contrattuali di esonero e trasferimento della responsabilità inserite nei termini d'uso dei servizi del web 2.0*, cit., p. 636; V. DI CATALDO, *Contratti di licenza, obbligo di uso dell'invenzione e clausole restrittive della concorrenza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 3, 2010, p. 377.

D'altro canto, il contratto di licenza, eventualmente gratuito, come qualsivoglia contratto innominato, è lecito, valido ed efficace nella misura in cui superi il giudizio di meritevolezza dei sottesi interessi, ai sensi dell'art. 1322, comma secondo, c.c.

Ebbene, volendo ricomprendere la fattispecie concreta in analisi, ossia la licenza d'uso gratuita fornita dall'agenzia di rating con la registrazione al proprio sito internet, nell'ambito del contratto gratuito atipico, occorrerà vagliare i problemi individuati dalla dottrina e dalla giurisprudenza in termine di verifica della meritevolezza degli interessi sottesi al rapporto contrattuale.

Proprio con riferimento alla *valutazione di meritevolezza degli interessi sottesi al contratto atipico*, ai sensi dell'art. 1322, comma secondo, parte consistente della dottrina<sup>446</sup> ritiene che questa coincida con i limiti dell'ordine pubblico, del buon costume e della liceità: gli interessi sottesi sarebbero, dunque, la causa del contratto, intesa nella nota e, oramai, consolidata funzione economico – sociale<sup>447</sup>.

---

<sup>446</sup> Si veda, in tal senso, G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, Giuffrè, 1966, p. 403; ID., *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 1971, p. 89; ID., *Ancora in tema di meritevolezza dell'interesse*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 1979, p. 12; G. GORLA, *Il contratto*, Milano, Giuffrè, 1954, p. 199; A. GUARNIERI, *Meritevolezza dell'interesse*, in *Digesto civile*, XI, Torino, Utet, 1994, p. 33; F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, Milano, Giuffrè, 1952, p. 13; G. PALERMO, *Funzione illecita ed autonomia privata*, Milano, Giuffrè, 1970, p. 174; R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. Vassalli (diretto da), Torino, Utet, 1975, p. 571; G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, Cedam, 1961, p. 2102.

<sup>447</sup> Con riferimento alla definizione di *causa del contratto* si veda P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, ESI, 2003, p. 361, secondo il quale l'esigenza di «*esaminare le fattispecie sotto il profilo della struttura e della funzione, impongono di ravvisare nella causa un quid che "illumina" il contratto nella sua dimensione di valore, cioè di regolamento di interessi*». Si veda, altresì, G. ALPA, V. CUFFARO, V. MARICONDA, *Codice civile commentato*, Milano, Ipsoa, 2005, p. 403, secondo cui «*(...) le più recenti dottrine tendono a vedere la causa del contratto nella "funzione economico – individuale" dello stesso assolta ovvero, con formulazioni non idonee a ricomprendere tutti gli atti di autonomia privata, nella "giustificazione dello spostamento patrimoniale" ovvero nel "rapporto fondamentale" sottostante ad un determinato atto di autoregolamentazione*».

In tal senso, si è orientata anche la Giurisprudenza di Legittimità, nel famoso caso Lentini (Cassazione civile, sez. I, 26 gennaio 1995, n. 975), in cui la Suprema Corte ha chiaramente statuito che per «*causa negoziale*» deve intendersi la «*funzione pratica che le parti hanno effettivamente assegnato al loro accordo*». Sul punto, si veda, altresì, M. AMBROSOLI, *Il motivo tra vizi del consenso e causa del contratto*, in *I contratti*, 4, 1995, p. 362, secondo il quale «*la causa è la ragione giustificatrice del negozio, sia dal punto di vista dei soggetti che lo pongono in essere, sia dal punto di vista dell'ordinamento giuridico*». Tale definizione, tra l'altro, viene mutuata da P. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, VIII, Milano, Giuffrè, 1989, p. 223. L'orientamento è, infine, confermato dalla più recente decisione Cassazione civile, sez. III, 08 maggio 2006, n. 10490, secondo cui «*causa del contratto è lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare (c.d. causa concreta), quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato*». Quest'ultima definizione, inoltre, funge da *discrimen* tra causa e tipo negoziale: ed in effetti, mentre la prima attiene agli interessi concretamente coinvolti nel singolo caso di specie, il secondo riguarda un modello, una forma, attraverso la quale possono esplicitarsi più interessi concreti. In tal senso, può riconoscersi un

Tendenzialmente sullo stesso piano si colloca la giurisprudenza<sup>448</sup> che identifica la nozione di “meritevolezza” con quella di liceità della causa, sostenendo che un contratto sia meritevole di tutela ove non sia in contrasto con norme imperative, ordine pubblico e buon costume *ex art. 1343 c.c.*<sup>449</sup>.

---

rapporto di continenza tra causa e tipo. In ogni caso, per una disamina particolareggiata dei vari orientamenti dottrinari inerenti la nozione di “causa” del contratto e del relativo rapporto con la nozione di “tipo”, si veda, diffusamente, F. RIMOLDI, *La causa quale ragione in concreto del singolo contratto*, in *I Contratti*, 7, 2007, pp. 624 ss. Per un’analisi storiografica degli orientamenti, sia dottrinari che giurisprudenziali, sulla nozione di causa, si veda G. ALPA, *La causa e il tipo*, in *Trattato dei contratti*, P. Rescigno (diretto da), Torino, Utet, 1999, I, pp. 483 ss.

<sup>448</sup> Si veda, Cassazione civile, sez. III, 6 febbraio 2004, n. 2288, in cui la Corte prende atto del ragionamento del Giudice di Merito (nella specie, la Corte d’Appello di Roma) e lo ritiene conforme al proprio orientamento. In particolare, i Giudici della terza sezione affermano che «secondo una semplice esegesi dell’art. 1322 c.c., non parrebbe che il contratto innominato meritevole di tutela secondo l’ordinamento giuridico, fosse semplicemente quello non in contrasto con le norme imperative, l’ordine pubblico e il buon costume. Tali requisiti valgono anche per i contratti nominati; per i contratti innominati, invece, il requisito della meritevolezza dovrebbe essere autonomo e specificamente individuabile. Tuttavia, come è noto, vi è da anni una tendenza giurisprudenziale abrogativa della norma contenuta nell’art. 1322 c.c., là dove pone come condizione per la validità dei contratti innominati, che siano volti alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela secondo l’ordinamento giuridico. La tendenza è condivisa dalla Corte di Cassazione che ha finito per abbandonare il requisito autonomo della meritevolezza per dichiarare meritevole tutto ciò che non è contrario alle norme imperative, all’ordine pubblico e al buon costume». Con riferimento al caso di specie, si trattava di vagliare la meritevolezza di un contratto di assicurazione contenente la clausola di beneficio di cambio. Sul punto, si veda, A. PALMIERI, *Liceità della clausola di beneficio di cambio nel contratto di assicurazione*, in *I Contratti*, 8 – 9, 2004, pp. 801 ss. Tra l’altro, detta analisi della Corte di Legittimità è confermata da altre pronunce precedenti, anche datate. In tal senso, si veda, Cassazione civile, sez. I, del 13 maggio 1980, n. 3142, secondo cui «ai sensi dell’art. 1324 c.c. è consentito alle parti, e alla loro autonomia negoziale, dare vita anche a negozi atipici purché meritevoli di tutela e non, quindi, in contrasto con la legge, l’ordine pubblico e il buon costume (*ex art. 1343 c.c.*). A detti negozi, in mancanza di un’espressa previsione negoziale, sono applicabili, in via analogica, le disposizioni contemplate per altri negozi ad essi assimilabili per natura e funzione economico – sociale». Sulla medesima linea interpretativa si colloca la Giurisprudenza di merito. Si veda, semplicemente, Tribunale di Trieste, 23 settembre 2005 (decreto), in *Foro italiano*, I, 2006, col. 1935, secondo cui, in tema di trust, «nell’ambito del giudizio di meritevolezza di un negozio atipico, la norma di cui all’art. 1322 c.c. deve essere collocata nella più modesta cornice che, secondo parte della Dottrina, le compete dopo l’adozione della Costituzione, la quale giunge a parificare questo giudizio a quello di liceità: l’interprete dovrebbe dunque limitarsi all’esame della non contrarietà del negozio alle norme imperative, all’ordine pubblico ed al buon costume».

<sup>449</sup> Nonostante la giurisprudenza, come ampiamente analizzato, abbia inteso ricollegare il giudizio di meritevolezza *ex art. 1322, co. 2, c.c.*, al controllo di liceità *ex art. 1343 c.c.*, sembrerebbe, almeno da un punto di vista di coerenza sistematico – normativa, non potersi sostenere una simile equazione. In tal modo, in effetti, si svuoterebbe di significato, ingiustificatamente, il citato criterio della meritevolezza degli interessi. Di fatto, da un punto di vista strettamente pragmatico, tuttavia, non pare esserci un margine di “immeritevolezza” degli interessi al di fuori delle ipotesi previste dall’art. 1343 c.c., sicché, nonostante il testo codicistico lasci in ogni caso perplessi per la sua evidente asistematicità, l’orientamento giurisprudenziale non può che ritenersi condivisibile. In senso contrario, si veda P. PERLINGELI, *Manuale di diritto privato*, cit., p. 411, secondo il quale «gli atti di autonomia negoziale sono soggetti ad un duplice ordine di controlli (...): il controllo della meritevolezza e quello della liceità della causa. Il primo non è sintomo del secondo. La non meritevolezza della causa non si risolve nella sua contrarietà alle norme imperative, all’ordine pubblico e al buon costume, in quanto il privato non può realizzare il proprio interesse quale che ne sia il grado di rilevanza sociale o, se si vuole, la sua futilità. Né il giudizio di meritevolezza si può risolvere nella verifica dell’intenzione di vincolarsi giuridicamente (...), perché l’art. 1322, co. 2, c.c. discorre, nella sua letterale formulazione, di “interessi meritevoli di tutela secondo l’ordinamento giuridico” e non semplicemente di interessi rilevanti. Se si esamina l’art. 1322 alla

Nell'ambito della valutazione di meritevolezza degli interessi del contratto atipico gratuito, viene in rilievo la giurisprudenza di legittimità, nella misura in cui abbia rilevato come «*la sola mancanza del corrispettivo in favore dell'obbligato non comporta la mancanza di causa del contratto atipico allorquando esso sia assimilabile ad un tipo nominato dal codice per il quale sia prevista la gratuità*»<sup>450</sup>.

In definitiva, dunque, il contratto atipico a titolo gratuito deve essere, in ogni caso, riconducibile ad uno dei contratti nominati (per il quale sia prevista la gratuità, s'intende), e deve superare il vaglio di ammissibilità basato sulla meritevolezza degli interessi sottesi al rapporto contrattuale, tali da intendersi quelli che non violino i parametri *ex art. 1343 c.c.*<sup>451</sup>.

La difficoltà di individuare un contratto nominato cui "assimilare" il contratto atipico gratuito in esame, spinge l'interprete a realizzare uno sforzo ulteriore per individuare un profilo di onerosità nel contratto di utilizzo che si sottoscrive mediante la registrazione sul sito internet delle agenzie di rating.

Ed in particolare, si è condivisibilmente evidenziato come un profilo di onerosità sia individuabile nel rilascio, da parte dell'utente, dei propri dati personali all'atto della registrazione e nella possibilità che l'agenzia di rating possa utilizzare quei dati, sia direttamente che indirettamente cedendoli a terzi, per offerte commerciali ovvero per attività di *profiling* utile a vari scopi<sup>452</sup>.

---

*luce dei principi fondamentali, ed in particolare di quelli contenuti negli artt. 2, 3 e 41 Cost., la valutazione dell'atto di autonomia è positiva soltanto qualora l'atto concreto risponda ad una funzione giuridicamente e socialmente utile, cioè sia idoneo alla attuazione dei valori fondamentali*». Tale interpretazione è, altresì, condivisa da G. ALPA, V. CUFFARO e V. MARICONDA, *Codice civile commentato*, cit., pp. 380 – 381.

<sup>450</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. III, 28 gennaio 2002, n. 982, in *Corriere Giuridico*, 1, 2003, p. 45.

<sup>451</sup> In questo senso, non si condivide la deduzione di P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 126, il quale, dopo aver individuato un profilo di corrispettività nell'interesse, economicamente valutabile, delle agenzie a ché gli investitori si affidino, per le proprie scelte, alla loro valutazione, al fine di ottenere quel capitale reputazione che gli permetta di essere "appetibili" per gli emittenti, ritiene ipotizzabile la sussistenza di un contratto gratuito atipico. In verità, come s'è detto, il problema non attiene alla individuazione di un profilo di corrispettività che serva da giustificazione causale al negozio (infondo anche lo spirito di liberalità può essere una giustificazione causale), bensì nella individuazione di un negozio tipico gratuito che possa considerarsi assimilabile.

<sup>452</sup> Ad esempio, per quel che attiene alla *Privacy policy* di Moody's, si chiarisce come i dati raccolti possano essere utilizzati per fornire informazioni all'utente sui prodotti, programmi, servizi e promozioni che l'agenzia di rating ritiene possano essere di interesse, ovviamente detta valutazione viene realizzata proprio attraverso l'attività di *profiling*. Nondimeno, detto servizio di informazione, Moody's può realizzarlo anche contattando il datore di lavoro dell'utente, ove noto. Di poi, semplificando, Moody's, con un sibillino condizionale, rivela come potrebbe condividere i dati personali forniti dagli utenti in relazione a promozioni che dovesse realizzare con i relativi sponsor di un terzo (a prescindere dal fatto che esse siano ospitate dal sito), nonché trasferire in tutto o in parte i dati personali raccolti ad una società controllata o ad un terzo in caso di ristrutturazione, fusione, vendita, joint venture, conferimento, trasferimento o altra cessione della totalità o di una



In questo senso, deve condividersi l'inquadramento (ovviamente, attraverso l'utilizzo dell'*analogia legis*) della fattispecie contrattuale in esame nell'ambito di un contratto oneroso a prestazioni corrispettive come la somministrazione di servizi<sup>453</sup> in cui il *rater* offre servizi informativi e l'utente offre, oltre al proprio affidamento, i propri dati personali.

Di là dalla qualificazione giuridica del rapporto negoziale instauratosi, i *terms of use* richiamati sono comunque da considerarsi delle vere e proprie condizioni generali di contratto riconducibili al paradigma codicistico del 1341 e 1342 c.c. e la responsabilità dell'agenzia di rating sarà, ovviamente, contrattuale.

In questo caso, le *quaestiones iuris* da affrontare si riducono alla individuazione dell'obbligazione richiesta all'agenzia di rating, alla incidenza delle clausole di esonero della responsabilità presenti nei predetti termini di utilizzo ed all'eventuale concorso dell'investitore ovvero dell'emittente nell'inadempimento del *rater*.

### **5.1. La natura ed il contenuto dell'obbligazione contrattuale.**

Il contenuto specifico dell'obbligazione (di prestazione), come ovvio, deve valutarsi sulla base del contratto ed essere integrata con gli altri obblighi eventualmente previsti *ex lege*, tenuto conto che il rating si atteggia quale parere ovvero valutazione prognostica sul merito creditizio di un prodotto finanziario ovvero di un emittente.

Quanto alla natura dell'obbligazione di prestazione, vi è chi<sup>454</sup> ritiene che l'attività di rating sia da ascrivere alla categoria delle obbligazioni di mezzi, conformemente a qualsiasi attività di prestazione di servizi professionali, di guisa che l'agenzia non sarebbe responsabile per il mero verificarsi dell'evento *default* del soggetto retato<sup>455</sup> ed incomberebbe sul creditore/investitore l'onere di provare

---

parte della attività, nostri cespiti o delle azioni (anche, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, in relazione a fallimento o procedura analoga), oltre che fornire detti dati personali a terzi fornitori di servizi, tra cui, a titolo esemplificativo ma non esaustivo analisi di dati, evasione di ordini, elaborazione dei pagamenti e altri servizi di carattere amministrativo.

<sup>453</sup> In tal senso, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 126; P. SAMMARCO, *I contratti dell'informatica*, in *I contratti*, III, in *Trattato di diritto civile*, N. Lipari, P. Rescigno (a cura di), Milano, Giuffrè, 2009, pp. 1087 ss.

<sup>454</sup> Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 199; ID., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 344; F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID: profili sistematici*, Padova, Cedam, 2008, p. 143.

<sup>455</sup> Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 199; U. BLAUROCK, *Control and responsibility of credit rating agencies*, cit., p. 17.

la negligenza ovvero l'imperizia avversa atteso che, nelle obbligazioni di mezzi, *diligentia est in obligatione*<sup>456</sup>.

In verità, si ritiene di condividere quell'orientamento dottrinario<sup>457</sup>, recepito anche in giurisprudenza<sup>458</sup>, che tende a superare la bipartizione tra obbligazione di mezzi e di risultato e il conseguente differente atteggiamento dell'onere della prova.

Ed in effetti, fra obbligazioni di mezzo e di risultato non vi è, infondo, alcuna apprezzabile differenza qualitativa di struttura, bensì una mera differenza quantitativa di risultato dedotto e, per l'effetto, unicamente una diversa disciplina dei rischi<sup>459</sup>: un risultato è dedotto in obbligazione in entrambi i casi con la differenza che, nel caso della obbligazione c.d. di mezzi, il risultato è la condotta (diligente alla stregua della correlata *lex artis*) che deve tenere il debitore mentre

---

<sup>456</sup> Come noto, mentre nelle obbligazioni di risultato, il creditore deve limitarsi a provare che il debitore non abbia raggiunto il risultato promesso, nelle obbligazioni di mezzi il creditore, nell'eccepire l'inadempimento, deve provare la negligenza, l'imprudenza ovvero l'imperizia del debitore, spettando a quest'ultimo la prova liberatoria di aver rispettato la *lex artis* ovvero che l'inadempimento sia dovuto ad impossibilità allo stesso non imputabile. Sulla distinzione, si veda F. PIRAINO, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» ovvero dell'inadempimento incontrovertibile e dell'inadempimento controvertibile*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2008, p. 83; L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (Studio critico)*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 1954, pp. 190 – 191 secondo il quale «che il debitore sia tenuto ad una certa modalità di condotta e non anche ad un fine che nella sua oggettività sia distinto da essa, in quanto non destinato ad esaurirsi, è quel che si designa con il sintagma obbligazioni “di mezzi”. Che il debitore sia tenuto ad un fine determinato ed individuato nella sua oggettività, anche a prescindere dalla concreta modalità della condotta adottata, è quel che si designa con il sintagma obbligazioni “di risultato”».

<sup>457</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 128 – 129; E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 31; M. GORGONI, *Dalla matrice contrattuale della responsabilità nosocomiale e professionale al superamento della distinzione tra obbligazioni di mezzo/di risultato*, cit., pp. 856 ss.; C. M. BIANCA, *L'obbligazione*, *Diritto civile*, Milano, Giuffrè, IV, 1990, pp. 74 – 75; L. BIGLIAZZI GERI, U. BRECCIA, F. D. BUSNELLI, U. NATOLI, *Diritto civile. Obbligazioni e contratti*, Torino, Utet, 1992, p. 90; D. CARUSI, *Responsabilità del medico ed obbligazioni di mezzi*, in *Rassegna di diritto civile*, 1991, pp. 485 ss.; C. CASTRONOVO, *Profili della responsabilità medica*, in *Vita notarile*, 1997, pp. 1222 ss.; L. MENGONI, *Obbligazioni di risultato ed obbligazioni di mezzi (studio critico)*, cit., pp. 185 ss. Con finalità descrittive, anche se in senso velatamente critico, cfr. G. PONZARELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, cit., p. 442.

<sup>458</sup> Cfr. Cassazione civile, sez. II, 18 maggio 2011, n. 10920, *Ferraris e altro c. Casa riposo Vercelli*, in *Guida al diritto*, 32, 2011, p. 77, secondo cui la distinzione non ha alcuna incidenza sul regime di responsabilità; Cassazione civile, sez. II, 03 settembre 2008, n. 22129, *Popisteanu c. Soc. Malfatano Immob.*, in *Diritto e Giustizia online*, 2008; Cassazione civile, SS. UU., 11 gennaio 2008, n. 577, cit.; Cassazione civile, sez. III, 13 aprile 2007, n. 8826, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2007, p. 1824; Cassazione civile, SS. UU., 28 luglio 2005, n. 15781, *Z. c. B. e altro*, in *Europa e diritto privato*, 2, 2006, pp. 781 ss. Tuttavia, in giurisprudenza, anche di legittimità e nonostante le decisioni a sezioni unite richiamate, vi sono ancora sentenze che adoperano riferimento alla predetta distinzione, soprattutto in tema di prestazione d'opera del professionista legale: cfr. Cassazione civile, sez. II, 16 novembre 2012, n. 20216, *Studio Peroni s.r.l. c. B.M. Nautica s.r.l.*, in *Diritto e Giustizia online*, 2012; Cassazione civile, sez. II, 18 maggio 2011, n. 10927, *Rondina c. Menon*, in *Il civilista*, 2, 2012, p. 40; Cassazione civile, sez. III, 18 aprile 2011, n. 8863, *Ce c. L.Q.*, in *Diritto e Giustizia online*, 2011; Cassazione civile, sez. II, 11 gennaio 2010, n. 230, *Ciliento*, in *Vita notarile*, 1, 2011, p. 139.

<sup>459</sup> In tal senso, E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 31.

nel caso della obbligazione c.d. di risultato, il risultato è rappresentato dal verificarsi di un evento ulteriore alla condotta. In sintesi, in entrambi i casi il debitore si impegna a trasferire una certa quantità di ricchezza che, con molta probabilità, nella obbligazione di risultato risulterà maggiore.

Per l'effetto, sia nel caso della obbligazione di mezzo che in quella di risultato, il creditore sarà tenuto a provare sempre e soltanto l'inadempimento, non potendosi confondere la colpa (*i.e.* la negligenza) come criterio di comportamento del debitore dalla diligenza come oggetto dell'obbligo di prestazione<sup>460</sup>. Nondimeno, nella dimostrazione, di cui sarebbe onerato il creditore/investitore, della "negligenza" quale oggetto dell'obbligazione di prestazione, vengono in aiuto tutti i precetti contenuti nella normativa comunitaria in tema di *rating* (e di cui si dirà *infra*) la cui violazione deve considerarsi indice di colpevolezza del comportamento dell'agente, in maniera da agevolare considerevolmente il carico di onere probatorio del creditore<sup>461</sup> unitamente all'utilizzo delle presunzioni, anche semplici, nel caso di *default* di un titolo ovvero di un emittente nonostante il *rating investment grade* pubblicato dall'agenzia sul proprio sito<sup>462</sup>.

Dal canto suo, l'agenzia di rating che fosse stata chiamata in giudizio per i danni subiti da un investitore che abbia fatto affidamento sui voti di rating contenuti sul sito internet a seguito di registrazione dovrà provare non soltanto il rigoroso e coscienzioso rispetto delle prescrizioni contenute nel noto regolamento (CE) n. 1060/2009, ma, di più, la tenuta di una condotta conforme alla specifica *lex artis*, tenendosi conto anche dei principi deontologici dettati dai codici di autodisciplina del settore (vedasi, ad esempio, il c.d. codice IOSCO, di cui s'è già detto<sup>463</sup>). Deve ribadirsi, altresì, che l'agenzia non potrà, di norma, utilizzare l'argomentazione per la quale la stessa abbia adoperato affidamento a dati ed informazioni fornite dal cliente/emittente, ovviamente nel caso dei *ratings solicited*, tenuto conto della

---

<sup>460</sup> Cfr. E. BARCELONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 32, secondo il quale al creditore spetterà provare la «mancata realizzazione del programma negoziale (= prova dell'inadempimento) mentre all'obbligato spetterà provare la non imputabilità di tale difettosa realizzazione all'inadeguatezza del suo sforzo debitorio (= prova dell'assenza della colpa)»; R. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale*, in *Novissimo Digesto Italiano*, Torino, Utet, XV, 1968, p. 673.

<sup>461</sup> Si veda, in tal senso, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 130 – 131; A. SACCO GINEVRI, *La società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, cit., p. 334, anche se questi nella prospettiva aquiliana.

<sup>462</sup> Si veda quanto già ampiamente detto *supra*, cap. 2, sull'utilizzo delle presunzioni, nonché P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 131.

<sup>463</sup> Cfr. *supra*, cap. 2, par. 6.

circostanza che la stessa, oltre ad essere dotata di particolare *expertise* che le permette di avere contezza di eventuali incongruenze nelle informazioni fornite, ha il potere di rifiutarsi di emettere il rating là dove nutra dubbi sulla veridicità ovvero sulla completezza dei dati e delle informazioni ricevute dal cliente<sup>464</sup>. In questi casi, infatti, correttamente si è evidenziato come possa ricorrere una ipotesi di responsabilità solidale ai sensi dell'art. 2055 c.c. qualora l'inadempimento dell'agenzia di rating si accompagni alla condotta illecita di altri soggetti, come gli amministratori dell'emittente<sup>465</sup>.

## **5.2. Le clausole di esonero della responsabilità.**

Come accennato, nei *terms of use* che l'utente accetterebbe con la registrazione al sito web di dette agenzie, viene spesso riprodotto il *disclaimer* (*i.e.* rinuncia ad un *claim*) con cui l'agenzia dichiara di essere esente da responsabilità sotto le più varie forme e invita il cliente a non affidarsi esclusivamente alle proprie valutazioni per effettuare l'investimento<sup>466</sup>.

Queste ultime tipologie di prescrizioni (segnatamente, gli inviti a non affidarsi ciecamente alle agenzie di rating per le proprie scelte di investimento/disinvestimento) si ritiene siano oramai anacronistiche atteso che medesimo “dovere”, ascritto in capo all'investitore, sia stato introdotto dal recente regolamento (UE) n. 462/2013. Ad ogni buon conto, l'affidamento riposto dal cliente nelle valutazioni dell'agenzia dipende da una serie di fattori che non possono astrarsi *ex ante* dal caso concreto: si pensi alla cultura finanziaria dell'investitore concreto che si registra al sito oppure al grado di complessità del prodotto finanziario oggetto di valutazione. Per l'effetto, detti “inviti” a non affidarsi esclusivamente al rating hanno una limitata incidenza sul rapporto contrattuale che viene ad instaurarsi con la registrazione al sito.

In ordine, poi, alle tipiche disposizione volte ad escludere ovvero limitare *ex ante* la responsabilità dell'intermediario, nell'ottica dell'applicazione del diritto nazionale italiano, deve rilevarsi come le stesse debbano, dapprima, superare il

---

<sup>464</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 132; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 341.

<sup>465</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 132; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 341.

<sup>466</sup> Per una lettura delle clausole in esame, si veda il sito internet [www.moodys.com](http://www.moodys.com), nonché, per una versione, tuttavia, non aggiornata delle stesse, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 133 – 134, nota 104.

vaglio di liceità alla stregua del disposto di cui all'art. 1229 c.c. e, di poi, essere in ogni caso specificatamente approvate ai sensi della normativa in materia di condizioni generali di contratto ovvero della disciplina consumeristica.

Con riferimento al primo aspetto, l'interprete dovrà preoccuparsi di verificare che il patto che escluda ovvero limiti, *ex ante*, la responsabilità dell'agenzia di rating non debba subire la declaratoria di nullità in quanto previsto anche per l'ipotesi della colpa grave ovvero del dolo del *rater* ovvero per l'ipotesi del fatto del debitore (o dei suoi ausiliari) posto in essere in violazione di norme poste a tutela dell'ordine pubblico.

Ebbene, se con riferimento alla prima ipotesi, risulta altamente plausibile che le clausole, così come formulate, possano essere tacciate di nullità, stante l'ampiezza dell'esonero (ovvero della limitazione) che le contraddistingue<sup>467</sup>, con riferimento alla seconda dovrebbe sostenersi che la disciplina europea in tema di rating della cui violazione non si vorrebbe far discendere una responsabilità (civile) in capo al *rater* sia di ordine pubblico e detta verifica andrà, come ovvio, realizzata in relazione al caso concreto<sup>468</sup>.

Con riferimento, invece, al secondo aspetto, poiché le predette clausole sono inserite in un contesto tipico di condizioni generali di contratto<sup>469</sup> che, spesso, si interpongono nel rapporto agenzia di rating – investitore/consumatore, si ritiene che queste debbano essere sottoposte non soltanto alla tutela formale prevista con l'onere, pena l'inefficacia, di specifica approvazione ai sensi degli artt. 1341 e 1342 c.c., bensì anche alla tutela sostanziale contenuta nel Codice del Consumo in tema di clausole vessatorie, con la peculiarità che detti adempimenti debbono realizzarsi

---

<sup>467</sup> In tal caso, spetterà all'agenzia di rating debitrice, che voglia valersi della clausola limitativa ovvero di esonero della responsabilità, provare modalità e circostanze della propria condotta al fine di escluderne i crismi del dolo ovvero della colpa grave. Cfr., in tal senso, Cassazione civile, sez. III, 29 maggio 2013, n. 13434, *Zecca c. Dell'Anna ed altro*, in *Giustizia Civile*, 7 – 8, I, 2013, pp. 1365 ss.; Corte d'Appello di Palermo, 17 luglio 2012, in *Banca borsa titoli di credito*, 2, 2014, pp. 169 ss.; Cassazione civile, sez. I, 27 dicembre 2011, n. 28835, *Gagliardini e altro c. Banca Sicilia e altro*, in *Giustizia civile*, 7 – 8, I, 2012, pp. 1739 ss.; Cassazione civile, sez. I, 5 aprile 2005, n. 7081, *Banca Intesa Comit c. Coppola e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 2005, pp. 2035 ss.; Cassazione civile, sez. I, 07 marzo 2003, n. 3389, *Banca comm. it. c. Gianni*, in *Danno e responsabilità*, 2003, pp. 1093 ss.; Cassazione civile, sez. III, 21 marzo 1981, n. 1656, *Soc. immobiliare Santa Rita alla Barona c. Soc. Rettagliata*, in *Giurisprudenza italiana*, 1, I, 1985, pp. 248 ss. In senso contrario, si veda Cassazione civile, sez. III, 16 novembre 1998, n. 11533, *Costantini c. Fattore*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1999, pp. 739 ss.

<sup>468</sup> Ritiene improbabile possa concretarsi una simile valutazione P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 136.

<sup>469</sup> Per una ricognizione della disciplina delle clausole generali del contratto e delle connesse problematiche, vedasi R. SACCO, G. DE NOVA, *Le condizioni generali di contratto*, in *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, G. De Nova (a cura di), Padova, Cedam, 2011, pp. 413 ss.

in un ambiente, per così dire, “virtuale”.

Con riferimento all’ipotesi in cui cliente sia un non consumatore, certuna dottrina ha ritenuto che sia necessario, affinché possa ritenersi soddisfatto il requisito della specifica approvazione, che venga apposta una sottoscrizione *ad hoc* delle predette clausole tramite firma elettronica digitale<sup>470</sup>; secondo altro orientamento<sup>471</sup>, invece, sarebbe sufficiente la predisposizione di specifiche tecniche finalizzate a richiamare in modo chiaro ed esplicito l’attenzione dell’aderente sugli aspetti astrattamente vessatori del regolamento negoziale predisposto. In verità, quest’ultimo orientamento necessiterebbe di approfondimenti ulteriori in termini di analisi del comportamento del consumatore al fine di verificare se le modalità tecniche di approvazione delle clausole astrattamente abusive siano idonee a garantirne una conoscenza dettagliata e specifica.

Nell’ipotesi in cui, di poi, il cliente sia anche un risparmiatore/consumatore, troverà applicazione la disciplina giusconsumeristica che prevede la vessatorietà delle «*clausole che, malgrado la buona fede, determinano a carico del consumatore un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto*» (art. 33, d. lgs. n. 206/2005 – c.d. Codice del consumo)<sup>472</sup> ed in particolare di quelle clausole che escludono o limitano le azioni ovvero i diritti dell’investitore nei confronti dell’agenzia di rating o di un’altra parte in caso di inadempimento totale o parziale o di adempimento inesatto da parte di quest’ultima alle proprie obbligazioni (cfr. art. 33, comma secondo, lett. b, Codice del consumo) ovvero quelle che derogano al c.d. foro del consumatore (art. 33, secondo comma, lett. u, Codice del consumo), salvo che l’agenzia di rating non riesca a dimostrare che le predette clausole non siano state oggetto di trattativa individuale (art. 34, comma quarto, Codice del consumo). Nondimeno, troverà applicazione la normativa in tema di nullità di protezione di quelle clausole che abbiano ad oggetto l’esclusione ovvero la limitazione delle azioni dell’investitore nei confronti dell’agenzia di

---

<sup>470</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 137 – 138; M. GUERNELLI, *Il commercio elettronico e la firma digitale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 2003, p. 75; G. SCORZA, *Il diritto dei consumatori e della concorrenza in internet*, Padova, Cedam, 2006, p. 154.

<sup>471</sup> Cfr. S. F. BONETTI, *La tutela dei consumatori nei contratti gratuiti di accesso ad internet: i contratti dei consumatori e la privacy tra fattispecie giuridiche e modelli contrattuali italiani e statunitensi*, in *Diritto dell’informazione e dell’informatica*, 6, 2002, p. 1125.

<sup>472</sup> Si veda, in tal senso, altresì, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 140.

rating o di un'altra parte in caso di inadempimento totale o parziale o di adempimento inesatto da parte del professionista, nonché nell'ipotesi di clausole che, «prevedendo l'applicabilità al contratto di una legislazione di un Paese extracomunitario, abbia l'effetto di privare il consumatore della protezione assicurata dal presente titolo, laddove il contratto presenti un collegamento più stretto con il territorio di uno Stato membro dell'Unione europea» (art. 36, Codice del consumo)<sup>473</sup>.

### **5.3. Il concorso di colpa dell'investitore e la responsabilità dell'intermediario.**

Le previsioni, contenute nei *terms of use*, tese a responsabilizzare la condotta dell'investitore invitato a non affidarsi esclusivamente al rating nelle scelte di investimento e di consultare sempre un promotore finanziario, nonché i recenti interventi, di fatto, adesivi del legislatore europeo con le modifiche apportate per l'effetto dell'entrata in vigore del regolamento (UE) n. 462/2013, pongono il problema della incidenza della condotta dell'investitore nell'inadempimento dell'agenzia di rating, al fine di vagliarne l'applicabilità della normativa in tema di concorso ai sensi dell'art. 1227 c.c.

Sul punto, si è già evidenziato, allorquando si è discusso della opzione aquiliana di responsabilità del *rater*, che sia difficile poter richiedere una *due diligence* in capo all'investitore fino al punto da richiedergli di non affidarsi ad una informazione che viene universalmente (e soprattutto da regolatore e giurisprudenza) riconosciuta come rilevante ai fini di una scelta di investimento. Discorso diverso deve realizzarsi in ordine al dovere, quello sicuramente esistente, in capo agli investitori professionali di non affidarsi esclusivamente al rating, dovendosi pretendere, da questi, una autonoma verifica delle informazioni pubbliche esistenti su un determinato emittente ovvero prodotto finanziario, nonché un controllo in ordine alle metodologie utilizzate dalle agenzie per emettere il rating<sup>474</sup>.

In ogni caso, una distinzione deve realizzarsi a seconda che il rating sia

---

<sup>473</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 140.

<sup>474</sup> Cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 819; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 142; M. LAMANDINI, *Credit rating agencies (Cras) and European regulation*, cit., p. 134, secondo il quale «qualified investors could also rely on such ratings if they show that they also 'double checked' such ratings through their own analysis on publicly available information and examined the rating methodologies disclosed by the CRA».

*solicited* ovvero *unsolicited*: nel primo caso, infatti, l'affidamento sarà giustificato dalla circostanza che, mentre gli investitori (anche quelli professionali) hanno accesso soltanto alle informazioni pubbliche, le agenzie di rating avranno accesso anche a quelle private, mentre nel secondo caso, sarà esigibile (ma unicamente in capo agli investitori professionali) una propria verifica delle informazioni pubbliche utilizzate dal *rater* tanto che, ove dette informazioni siano particolarmente discordanti dalla valutazione poi realizzata dall'agenzia e l'investitore professionale non ne abbia comunque tenuto conto, si potrà ritenere che detta condotta possa incidere sul nesso causale e sulla conseguente risarcibilità dell'eventuale danno<sup>475</sup>.

Nell'ipotesi in cui l'investitore abbia acquistato il prodotto finanziario oggetto di valutazione dell'agenzia di rating attraverso l'interposizione di un intermediario finanziario, dovrà verificarsi la possibilità che il danneggiato (risparmiatore) possa rivolgere le proprie pretese risarcitorie (anche) nei confronti di questi<sup>476</sup> atteso che, in detta eventualità, il risparmiatore potrà utilizzare il più favorevole regime probatorio previsto dall'art. 23, d. lgs. n. 58/1998, secondo cui, nei giudizi di risarcimento del danno cagionati al cliente nello svolgimento di servizi di investimento e di quelli accessori, spetti ai soggetti abilitati (*i.e.* intermediari) l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta<sup>477</sup>.

In questo caso, si pongono due problemi.

Il primo attiene al contenuto ed ai confini dell'obbligo di informazione continua dell'intermediario nei confronti dell'investitore. Il secondo, invece, attiene alla capacità scriminante della (errata) valutazione dell'agenzia di rating rispetto ai predetti obblighi informativi.

Rispetto alla prima questione, si rileva come l'art. 21, comma primo, lett. b) d. lgs. n. 58/1998, novellato, preveda che i soggetti abilitati debbano «*acquire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre*

---

<sup>475</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 143 – 144; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 337; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., p. 656; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 416. In generale, sulla idoneità del fatto colposo del creditore ad interrompere il nesso causale, in giurisprudenza, si veda, Cassazione civile, sez. III, 8 marzo 2007, n. 5308, *S. c. Comune di Genova*, in *Giustizia civile*, 12, 2008, pp. 2990 ss.

<sup>476</sup> Ovviamente, in tal caso, si discorrerà di responsabilità contrattuale derivante dall'inadempimento agli obblighi derivanti dal contratto di gestione del portafoglio ovvero di consulenza finanziaria.

<sup>477</sup> Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 145.



*adeguatamente informati».* Nondimeno, l'art. 27, comma secondo, del nuovo regolamento intermediari (delibera Consob n. 16190/2007) prevede l'obbligo per gli intermediari di fornire ai clienti ovvero ai potenziali clienti, *«in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole».*

Il predetto disposto normativo e regolamentare, più ampio rispetto a quanto previsto dal regolamento intermediari previgente, lascerebbe intendere sussistere obblighi di informazione continui in capo all'intermediario anche in caso di mera negoziazione del titolo, ovvero nell'ipotesi in cui non sussista un vero e proprio rapporto di consulenza finanziaria e gestione di portafogli (nel qual caso, detto obbligo è perfino scontato sussista).

In tal senso, pareva essersi orientata anche una buona parte della giurisprudenza di merito<sup>478</sup>), adoperando riferimento alla buona fede oggettiva

---

<sup>478</sup> Cfr. Tribunale di Roma, sez. II civ., 25 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Est. A. Lamorgese, *A. Bianchi c. Banca Monte dei Paschi di Siena*, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo cui *«la banca è tenuta ad informare il cliente dell'andamento del titolo anche successivamente al suo acquisto e ciò non soltanto in base al principio generale di buona fede nell'esecuzione del contratto ma anche a specifiche disposizioni normative quali l'art. 21, lett. b t.u.i.f. e 28, 2° co. reg. Consob»*; Tribunale di Roma, sez. III civ., 25 marzo 2008, n. 6376, Rel. Dell'Orfano, citata da F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 129; Corte d'Appello di Torino, 3 maggio 2006, in *Le Società*, 2007, p. 7111.

In senso contrario, Cfr. Tribunale Trapani, 03 aprile 2013, Est. Lunella Caradonna, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), nonché la giurisprudenza di merito dallo stesso richiamata, secondo cui *«in ordine al rilievo della violazione dell'obbligo dell'intermediario di informare il cliente circa l'aumento del livello di rischiosità dei titoli verificatosi in epoca successiva all'acquisto (e prima della dichiarazione di insolvenza dell'emittente) è fondato l'orientamento espresso dalla giurisprudenza di merito secondo il quale, quando non sia stato concluso fra intermediario e investitore un contratto di consulenza o di gestione patrimoniale, gli obblighi informativi sulla natura e le caratteristiche dei titoli sussistono soltanto fino al momento dell'investimento (Trib. Torino 14.2.2012 e 22.12.2012; Trib. Arezzo 10.2.2009, Trib. Parma 9.1.2008; Trib. Milano 18.10.2006; Trib. Modena 20.1.2006; Trib. Catania 22.11.2005), con la conseguenza che l'intermediario non è tenuto a informare l'investitore della perdita di valore o dell'aumento di rischiosità dei titoli verificatisi in data successiva all'acquisto. L'art. 28 reg. n. 11522 del 1998, nella parte in cui finalizza le informazioni alle scelte di investimento "o disinvestimento" deve essere interpretato nel senso che l'intermediario è tenuto a fornire le informazioni sull'andamento degli strumenti finanziari qualora l'investitore gli abbia manifestato l'intenzione (autonomamente maturata) di disinvestire»*; Tribunale di Pordenone, 8 novembre 2013, n. 898, G.U. Dott. Gasparini; Tribunale di Rimini, 27 marzo 2013, G.U. Dott. Bernardi; Corte d'Appello di Trieste, 11 maggio 2012, T. e altro c. Soc. Banca pop. Friuladria, in *Foro padano*, 1, I, 2013, p. 50, secondo cui *«salva l'ipotesi di affidamento della gestione del portafoglio titoli la banca intermediaria non ha un obbligo legale di informativa verso il cliente successivo al conferimento dell'ordine di acquisto del titolo: invero tale obbligo non rientra fra quelli inerenti e conseguenti al contratto per la negoziazione, la ricezione e la trasmissione di ordini su strumenti finanziari intercorsi fra le parti. Per gli intermediari aderenti al Consorzio cd. Patti Chiari sussiste invece un obbligo informativo "continuativo" verso il cliente, diverso ed ulteriore rispetto a quelli derivanti dalla normativa di legge».* Sul dibattito, dottrinario e giurisprudenziale, in materia, si veda F. GRECO, *Rileggere le*

quale criterio, ulteriore rispetto a quello normativo – regolamentare, su cui fondare l’obbligo della banca di provvedere ad informare il cliente anche successivamente alla conclusione del contratto ed anche in assenza di un rapporto di consulenza ovvero gestione portafogli.

In ordine al secondo aspetto, sono sempre maggiori le sentenze dei giudici di merito che, anche di recente, sulla scia delle controversie che si sono innestate ad esito del noto *default* di Lehman Brothers, limitano i predetti obblighi di informativa soltanto a determinati eventi, quali la riduzione del rating al di sotto della soglia A- (assumendo quale parametro gli obblighi informativi previsti nell’accordo “Patti Chiari”)<sup>479</sup>, di guisa che l’errore del *rater* porterebbe l’intermediario ad esser scriminato dal non aver informato l’investitore di un *default* che sarebbe potuto esser desunto anche da informazioni diverse dal mero richiamo al rating. Per esser chiari, secondo il richiamato orientamento giurisprudenziale, la circostanza che il rating fosse positivo fino a poco tempo prima del tracollo della società valutata non permetterebbe all’intermediario di avere un riferimento fattuale – naturalistico che gli permetta di avere notizia dell’approssimarsi dell’insolvenza.

Detti orientamenti, da un lato, smentiscono clamorosamente gli intenti del legislatore europeo, volti a diminuire, fino ad eliminare, il noto fenomeno dell’*over reliance* sul rating e ad individuare indici di riferimento alternativi al rating e, dall’altro, suscitano perplessità nella misura in cui si ritenga che obbligo dell’intermediario sia la previsione di un *default* e non, più semplicemente, la corretta e continua informazione sulle caratteristiche dell’investimento realizzato, nonché del progressivo aumento del livello di rischio associato al predetto

---

*regole dell’informazione nel rapporto tra intermediario e risparmiatore*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014, p. 932 e specialmente nota 6.

<sup>479</sup> Cfr. Tribunale di Torino, 10 giugno 2014, n. 4208, G.U. Dott. Liberati, il quale, dalla circostanza che le agenzie avessero mantenuto un rating superiore ad A- fino alla data del deposito del ricorso per la procedura fallimentare, ha desunto la irresponsabilità, di fatto, dell’intermediario. Nello stesso senso, Tribunale di Bologna, 3 giugno 2014, G.U. Dott.ssa Sbariscia, secondo cui «*per quanto attiene alla pretesa violazione da parte della banca degli obblighi informativi aventi ad oggetto il “disinvestimento” del titolo, non vi sono elementi per poter imputare all’intermediario una omissione di tipo informativo in relazione all’opportunità di disinvestire il titolo di cui è causa atteso che durante tutto l’arco temporale in cui la banca si occupò di curare gli interessi dell’attore il titolo Lehman mantenne un andamento tendenzialmente elevato venendo collocato dalle principali agenzie di rating in classe “A”*»; Tribunale di Udine, 1 aprile 2014, n. 558, G.U. Dott.ssa Zuliani; Tribunale di Milano, 15 marzo 2014, G.U. Dott. Stefani; Tribunale di Monza, 24 febbraio 2014, n. 605, G.U. Dott.ssa Mariconda; Tribunale di Firenze, 20 febbraio 2014, n. 587, G.U. Dott. Delle Vergini; Tribunale di Monza, 10 dicembre 2013, G.U. Dott. Albanese; Tribunale di Roma, 25 novembre 2013, G.U. Dott. Scerrato; Tribunale di Treviso, 14 marzo 2013, G.U. Dott. Fabbro; Tribunale di Roma, 11 gennaio 2013, n. 489, G.U. Dott. Cardinali; Tribunale di Genova, 26 aprile 2012, Dott. Spera.

investimento. Ebbene, si ritiene che l'intermediario dovrebbe tornare a fare il proprio lavoro e valutare, esso *in primis* autonomamente, il rischio di credito dei titoli che decide di introdurre sul mercato e che comprenda, tra le altre cose, proprio il rischio di mercato, salvo non si voglia relegare il ruolo dell'intermediario a quello di mero traduttore ovvero mediatore di giudizi altrui.



## CAPITOLO QUINTO

### La responsabilità dell'agenzia di rating *ex art. 35 bis*, regolamento (CE) n. 1060/2009.

SOMMARIO: **1. La proposta di modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 della Commissione europea e le successive modifiche; 2. Il regolamento (UE) n. 462/2013 (CRA 3) e l'introduzione del Titolo III bis nel Regolamento (CE) n. 1060/2009 (CRA 1). Una scelta di sostanziale irresponsabilità; 2.1. La natura e le caratteristiche della responsabilità *ex art. 35 bis* CRA 1 nei confronti degli investitori; 2.2. Le violazioni considerate fonte di responsabilità; 2.2.1. *Le violazioni connesse ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi ovvero operativi; 2.2.2. Le violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza e relative alle disposizioni in materia informativa; 2.3. Gli (insormontabili) oneri probatori a carico dell'investitore; 2.4. I "casi che non rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento" e le "ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale" quali clausole aperte; 3. Conclusioni.***

#### **1. La proposta di modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 della Commissione europea e le successive modifiche.**

L'acuirsi della crisi economico-finanziaria in essere ha spinto il legislatore europeo a ripensare la regolamentazione in tema di rating.

A poco più di un anno dall'approvazione del regolamento (CE) n. 1060/2009<sup>480</sup>, assoluta novità nel panorama normativo europeo in materia di regolamentazione dell'attività di rating, la Commissione avviava una consultazione pubblica, tra il 5 novembre 2010 ed il 7 gennaio 2011, con la quale venivano indicate alcune possibili soluzioni ritenute utili per affrontare i problemi emersi ed emergenti nei vari consessi internazionali<sup>481</sup>.

Ad esito della consultazione pubblica, la Commissione predisponava un documento di sintesi su cui si imperniava la "tavola rotonda" del 6 luglio 2011, intervenuta tra le istituzioni comunitarie e i principali destinatari della normativa oggetto di discussione (rappresentanti di Stati, agenzie di rating ed emittenti).

Di lì a breve, ossia il 15 novembre 2011, la Commissione presentava una

---

<sup>480</sup> Ed, in verità, prima ancora che lo stesso trovasse piena applicazione (ossia, prima del 7 dicembre 2010).

<sup>481</sup> Si vedano, in ordine: 1) la comunicazione della stessa Commissione europea del 2 giugno 2010, rubricata "*regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile*", 2) la riunione Ecofin del 30 settembre e del 1° ottobre 2010, in cui il Consiglio dell'UE, 3) l'emanazione dei principi volti a ridurre l'affidamento da rating da parte del consiglio per la stabilità finanziaria (FSB), 4) le riunioni del 9 novembre 2010 e del 19 settembre 2011 del comitato europeo dei valori mobiliari e del comitato bancario europeo, 5) la risoluzione non legislativa del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011, 6) la proposta della Commissione europea di direttiva in materia bancaria del 20 luglio 2011. In tutte queste occasioni, si è più volte ribadita la necessità di ridurre il fenomeno dell'*over reliance*, di trovare adeguate soluzioni al problema del conflitto di interessi e di introdurre un modello comune di responsabilità civile per le agenzie di rating del credito.

proposta di regolamento di modifica del CRA1 al fine di risolvere ovvero mitigare i problemi di eccessivo affidamento al rating, di scarsa qualità dello stesso ed eccessiva concentrazione del mercato, nonché di conflitti di interesse ed insufficiente diritto di ricorso per gli utenti del rating che lamentassero danni in ragione dell'erronee valutazioni dei *raters*.

Proprio con riferimento a quest'ultimo aspetto, si evidenziava come l'obiettivo fosse quello di incentivare le agenzie al rispetto degli obblighi di legge ed all'emanazione di valutazioni qualitativamente migliori rispetto al passato: alcun riferimento all'obiettivo (distributivo ovvero compensativo) di ristoro dei danni che, con le informazioni ovvero certificazioni inesatte eventualmente immesse nel mercato, le agenzie avessero cagionato nei confronti degli investitori, in particolare, e del mercato stesso in generale<sup>482</sup>.

Come di evidenza, già questo primo appunto in termini di *voluntas legis* evidenzia come l'obiettivo che si intendeva raggiungere con l'introduzione di una specifica disciplina dell'azione risarcitoria nei confronti delle agenzie di rating fosse di tipo regolatorio: si tendeva, cioè, a valorizzare l'interesse pubblico al rispetto della legge ed al miglioramento della qualità del servizio piuttosto che l'interesse (privato) a ristorare gli investitori (nonché, gli emittenti) dai danni eventualmente subiti.

Sul piano degli elementi della fattispecie di responsabilità, la Commissione europea proponeva di introdurre una responsabilità per le sole ipotesi di violazione del regolamento CRA1 commesse intenzionalmente o colpa grave, ritenendosi detta configurazione dell'elemento soggettivo appropriata rispetto alla complessità dei fattori economici che un'agenzia di rating del credito deve sottoporre a valutazione al fine di emettere il rating nonché adeguata rispetto alla varietà di risultati (tutti astrattamente validi) che l'applicazione di metodologie valutative diverse poteva condurre.

Nondimeno, in tema di *onus probandi*, tenuto conto della circostanza che gli investitori, normalmente, non abbiano conoscenze approfondite delle procedure interne delle *credit rating agencies* si proponeva una parziale inversione dell'onere della prova riguardo l'esistenza di una violazione e dell'impatto di questa sul risultato del rating, là dove l'investitore avesse presentato elementi sufficienti a

---

<sup>482</sup> Si veda, in tal senso, la relazione alla proposta della Commissione europea, ed in particolare, pp. 6 e 13.

sostegno della tesi della violazione, precisandosi che la prova del danno e del nesso di causalità tra questo e violazione fossero entrambi da porsi in capo all'investitore.

Sulla base delle predette premesse, la Commissione europea proponeva di introdurre nel regolamento (CE) n. 1060/2009 il titolo III *bis*, rubricato "responsabilità civile delle agenzie di rating del credito" contenente il solo art. 35 *bis*, a sua volta rubricato "Responsabilità civile", che disciplinasse l'azione risarcitoria del solo investitore (alcun riferimento veniva, *ab origine*, adoperato rispetto all'emittente).

La predetta proposta, per l'effetto, prevedeva che «*se un'agenzia di rating del credito avesse commesso intenzionalmente o per negligenza grave<sup>483</sup> 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 potesse promuovere un ricorso contro l'agenzia per i danni subiti*».

L'incidenza dell'infrazione sul rating doveva esser valutata alla stregua di un parametro comparativo, verificando, cioè, che il rating fosse stato diverso là dove l'infrazione non fosse stata commessa.

Da ultimo, al quarto comma, si prevedeva che là dove «*l'investitore avesse accertato fatti dai quali si potesse dedurre che un'agenzia di rating del credito abbia commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, dovesse spettare all'agenzia dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non avesse avuto un impatto sul rating emesso*».

Detta disposizione permetteva all'investitore di limitarsi ad accertare un fatto da cui si potesse presumere (più che dedurre) una violazione del regolamento CRA1 – si pensi al *default* di un titolo con rating *investment grade* – gravando, poi, sull'agenzia l'onere di dimostrare che detto fatto non fosse conseguenza di alcuna violazione ovvero che la violazione non avesse inciso sul fatto dedotto dall'investitore<sup>484</sup>.

---

<sup>483</sup> Il comma terzo dell'art. 35 *bis* specificava, tautologicamente, che «*un'agenzia di rating del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri che il presente regolamento le impone*».

<sup>484</sup> Commenta negativamente detta proposta della Commissione, B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, cit., p. 12, la quale evidenzia come questa disposizione, sollecitando le agenzie di rating dal dimostrare la correttezza dei propri rating, le obbligava a rendere note le proprie metodologie di lavoro, nonché incidere negativamente sul mercato di rating poiché le agenzie, esposte, a suo dire, ad eccessiva responsabilità si sarebbero ben guardate dal valutare determinati prodotti ed i potenziali *competitors* avrebbero desistito dall'entrare nel mercato dal rating per paura dell'eccessiva responsabilità. In tal senso, si veda, altresì, S. FISCHER, *Haftungsfragen des Ratings*, Hamburg, Studienreihe wirtschaftsrechtliche Forschungsergebnisse, 2007, pp. 67 ss., nonché le considerazioni

Detta ripartizione dell'onere della prova era conforme agli orientamenti che, al tempo, si erano espressi in dottrina<sup>485</sup>, anche e soprattutto a quell'orientamento teso a configurare l'ipotesi di responsabilità del *rater* quale illecito aquiliano: come s'è visto, l'inversione dell'onere della prova rispetto ai canoni tradizionali dell'illecito era giustificata dalla complessità della materia e dal principio di "vicinanza della prova".

Alcun riferimento, di poi, veniva adoperato, nella proposta della Commissione, al criterio dell'affidamento legittimo essendo bastevole che l'investitore avesse dedotto di aver acquistato uno strumento basandosi sulla valutazione del *rater*.

La proposta, in ogni caso e seppur lodevole nelle intenzioni, sembrava esser frutto di una elaborazione frettolosa e semplicistica della fattispecie tipica. A titolo esemplificativo, non si chiarificava quale fosse il parametro per valutare l'affidamento dell'investitore al rating ovvero a chi spettasse l'onere della prova sul punto<sup>486</sup> e si descrivevano unicamente condotte di "acquisto del titolo" e non anche di disinvestimento ovvero di mancato investimento; nondimeno, mancavano completamente riferimenti all'azione risarcitoria dell'emittente.

## **2. Il regolamento (UE) n. 462/2013 (CRA 3) e l'introduzione del Titolo III bis nel Regolamento (CE) n. 1060/2009 (CRA 1). Una scelta di sostanziale irresponsabilità.**

La proposta di modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 non ha passato, tuttavia, indenne il vaglio presso le istituzioni "legislative" dell'Unione Europea,

---

della BCE, *European Commission's public consultation on Credit Rating Agencies – Eurosystem reply*, February, 2011, p. 9. Sulla proposta della Commissione in materia, si veda, A. MANAIGO-VEKIL, *The regulation of credit rating agencies in Europe and ESMA's supervisory power*, in *The Columbia Journal of European Law Online*, Vol. 18, 2012, p. 43, il quale evidenzia il rischio di eccessiva esposizione delle agenzie di rating a responsabilità, rischio che avrebbe portato dette agenzie dal ritirarsi da determinati mercati (come quelli del rating dei prodotti strutturati) e disincentivato potenziali nuovi entranti nel mercato. L'autore riprende la proposta di J. COFFEE, *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, cit., pp. 252 – 253 di introdurre un limite alla responsabilità delle agenzie. Ulteriormente, V. ROSS, *Credit Rating Agencies: What are the next steps?*, ESMA/2012/32, 24 January 2012, p. 2. Si veda, altresì, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 387, il quale evidenzia come l'impressione sia «che l'investitore abbia ricevuto dal legislatore comunitario un'arma spuntata nei confronti delle agenzie di rating e che esse di fatto godano di una sorta di immunità dovuta alla probatio diabolica che grava sul danneggiato».

<sup>485</sup> Cfr., sul punto, *supra*, cap. 2.

<sup>486</sup> Secondo alcuni, detto onere incombeva sull'investitore. Cfr. A. HUBLET, J. M. GOLLIER, *Liability of credit rating agencies: a European Draft*, in *Eubelius*, March, 2013, p. 2, i quali evidenziavano come si trattasse di prova difficile da fornire per l'investitore.



probabilmente a seguito di pressioni esogene a detto contesto.

All'indomani della presentazione della proposta della Commissione europea, infatti, Blackrock<sup>487</sup>, una delle società di gestione di investimenti più importante a livello mondiale, sentenziava che l'idea di invertire l'onere della prova, a danno dei *raters*, avrebbe prodotto, da un lato, la riduzione del numero di emittenti valutati e l'aumento dei costi di utilizzo del rating e, dall'altro, l'affidamento degli investitori sulle valutazioni delle agenzie, smentendo uno degli obiettivi dichiarati della legislazione europea in materia.

I timori espressi dal mercato finanziario si sopivano già con la pronta modifica della proposta della Commissione realizzata, dapprima, dal Consiglio europeo, con proposta del 25 maggio 2012<sup>488</sup>, e, di poi, dal Parlamento europeo, con proposta del 16 gennaio 2013<sup>489</sup>.

La bozza di regolamento, sì come modificata, prevedeva una fattispecie di responsabilità per i danni subiti dall'investitore ed un'altra per quelli subiti dall'emittente dall'attività di rating.

Con riferimento alla prima, il legislatore europeo, rispetto alla bozza predisposta dalla Commissione europea, confermava il modello di responsabilità (sostanzialmente aquiliano) basato, sul piano soggettivo, su dolo e colpa grave, ma modificava sostanzialmente il riparto degli oneri probatori.

In particolare, mentre nella proposta della Commissione, l'investitore doveva limitarsi a provare la sussistenza di fatti idonei a far ritenere sussistente una violazione del regolamento, con la *draft* rivista da Consiglio e Parlamento gli oneri in capo ai danneggiati si sono sensibilmente aggravati, come si avrà cura di evidenziare *infra* nel testo.

Ed in effetti, l'investitore, oltre agli oneri probatori a suo carico già previsti nella bozza predisposta dalla Commissione, per poter avviare una controversia per il soddisfo dei danni subiti in ragione del rating inesatto, doveva, altresì, provare di

---

<sup>487</sup> Cfr. BLACKROCK, *Reform of Credit Rating Agency Regulation in Europe: An End-investor Perspective*, April, 2012, disponibile su <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/credit-rating-agency-end-investor-perspective-apr-2012.pdf>.

<sup>488</sup> Il documento è consultabile al seguente indirizzo on line <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=ST%2010452%202012%20INIT>. Sulle modifiche proposte dal Consiglio europeo, si veda B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, cit., p. 13.

<sup>489</sup> Il documento è consultabile al seguente indirizzo on line <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TC+P7-TC1-COD-2011-0361+0+DOC+PDF+V0//IT>.

aver fatto ragionevole affidamento – ovvero con la dovuta diligenza – sul rating per la negoziazione di un titolo <sup>490</sup>, nonché presentare accurate e dettagliate informazioni (ovvero, elementi informativi precisi e dettagliati) che indicassero l'intervenuta violazione del regolamento da parte del *rater* e, da ultimo, che detta violazione avesse avuto un impatto sul rating emesso.

Con riferimento, poi, all'azione di responsabilità prevista per gli emittenti, il legislatore europeo, nel considerando 32 della richiamata bozza, precisava che la necessità di stabilire un regime di responsabilità per danni «*non coperti dalla responsabilità contrattuale*» anche per l'emittente emergeva sia nella fattispecie di *rating unsolicited* che in quella in cui, pur sussistendo un rapporto contrattuale, il declassamento del rating deciso dall'agenzia a seguito di una violazione, commessa con dolo o colpa grave, del regolamento (CE) n. 1060/2009, potesse incidere negativamente sulla reputazione e sui costi di finanziamento di un emittente.

In altre parole, secondo l'approccio del Consiglio e del Parlamento europeo, il danno reputazionale ed il danno da aumento di costi di finanziamento, conseguenti ad una violazione del regolamento CRA1 posta in essere da un'agenzia di rating, dovevano considerarsi quali danni «*non coperti da responsabilità contrattuale*».

E si badi bene: detta responsabilità non soltanto sarebbe da considerarsi “non contrattuale”, ma veniva effettivamente trattata come una fattispecie aquiliana, di guisa che il danneggiato era onerato dal dover provare la circostanza che lo stesso emittente ovvero uno dei suoi strumenti finanziari fosse oggetto di rating da parte dell'agenzia convenuta in giudizio, la violazione del regolamento e la circostanza che detta violazione non fosse stata cagionata da informazioni inesatte ovvero fuorvianti fornite dallo stesso emittente, l'elemento soggettivo della condotta del danneggiante, nonché il nesso di causalità tra violazione e rating errato.

Per esser chiari, il regolamento, così come modificato con la bozza del 16 gennaio 2013 ed avutosi riguardo delle *voluntas legis* emergenti dal citato considerando 32, lungi dal predisporre una forma di tutela rafforzata in favore dell'emittente (come vorrebbe far credere), forniva indicazioni sulla disciplina applicabile all'ipotesi di danno derivante da violazione di norme di legge anche

---

<sup>490</sup> Vi è chi ha evidenziato come, soprattutto con riferimento al mercato dei prodotti strutturati, gli investitori non possano che affidarsi al rating, sicché richiedere a questi ultimi di provare detta circostanza è assolutamente inconferente. Si veda, sul punto, A. HUBLET, J. M. GOLLIER, *Liability of credit rating agencies: a European Draft*, cit., p. 1.

all'interno di un rapporto contrattuale<sup>491</sup>, all'uopo adoperando riferimento al modello extracontrattuale.

Sul punto, alcune considerazioni si impongono.

*In primis*, il legislatore europeo ha inteso applicare la normativa tipica della responsabilità aquiliana a fattispecie che, quanto meno nel nostro ordinamento (ed, invero, anche in altri – basti pensare a quello tedesco), avrebbero trovato una più appropriata collocazione all'interno del modello contrattuale ovvero da violazione di obbligazioni previste *ex lege*.

Ed in effetti, il danno reputazione ovvero da aumento dei costi di finanziamento derivante dall'inadempimento di obblighi previsti dalla legge nell'ambito di un rapporto contrattuale sarebbe da risarcirsi secondo lo schema di cui all'art. 1218 c.c.

In particolare, sul punto, s'è osservato<sup>492</sup> come gli obblighi previsti *ex lege* si pongano quali obblighi accessori nell'ambito di un rapporto contrattuale e, unitamente all'obbligazione di prestazione, concorrono per la proficua realizzazione degli interessi delle parti ritenuti meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento.

*In secundis*, il regolamento, sempre con riferimento alla fattispecie di danno

---

<sup>491</sup> Il considerando 32 così si esprimeva: «*I rating del credito, emessi a fini regolamentari o meno, hanno un impatto significativo sulle decisioni di investimento e sull'immagine e l'attrattiva finanziaria degli emittenti. Pertanto, le agenzie di rating del credito hanno una grande responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti nel garantire il rispetto del regolamento (CE) n. 1060/2009, affinché i rating del credito emessi siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata. Tuttavia, gli investitori e gli emittenti non sempre si trovano in una posizione che consente loro di far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito nei propri confronti. Può risultare particolarmente difficile accertare la responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito in mancanza di un rapporto contrattuale tra un'agenzia di rating del credito e, ad esempio, un investitore ovvero tra la stessa e un emittente nei cui confronti sia stato emesso un rating del credito senza che questi l'abbia richiesto. Gli emittenti possono incontrare difficoltà nel far valere la responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nei loro confronti persino anche quando abbiano un rapporto contrattuale con l'agenzia interessata: ad esempio, il declassamento di un rating deciso sulla scorta di una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 commessa intenzionalmente o per colpa grave, può incidere negativamente sulla reputazione e sui costi di finanziamento di un emittente, che ne subisce pertanto un danno anche se non coperto da responsabilità contrattuale. È pertanto importante prevedere un adeguato diritto al risarcimento del danno per gli investitori che si sono ragionevolmente affidati a un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché per gli emittenti che subiscono danni per via di un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009. È opportuno che gli investitori e gli emittenti possano far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito per danni causati da una violazione di tale regolamento che abbia influito sul risultato del rating. 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.*»

<sup>492</sup> Cfr. *supra*, cap. 3, par. 3.

subito dall'emittente, richiedeva che questi fornisse la prova *–negativa –* che la violazione *non* fosse stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti, ancora una volta stravolgendo lo schema tipico della responsabilità contrattuale ove è il debitore a dover eccepire e dar prova dell'inadempimento avversario alla stregua del principio di cui all'art. 1460 c.c. (*inadimplendi non est adimplendum*).

Tanto senza sottacere che la norma in questione non distingue tra *rating solicited* ed *unsolicited*: ed in effetti, in quest'ultimo caso, l'emittente non fornisce alcuna informazione all'agenzia di rating, sicché ben non si comprenderebbe in cosa dovesse consistere la prova *– negativa –* che lo stesso emittente dovrebbe fornire in ordine alla *non* incidenza causale di false informazioni – dallo stesso fornite – sulla violazione.

Di poi, la norma è infelice anche per i rapporti causali che intenderebbe proporre: ed in effetti, l'adempimento agli obblighi previsti *ex lege* la cui violazione sarebbe fonte di responsabilità ai sensi dell'art. 35 *bis* (ossia, quelli contenuti nell'All. III del regolamento), prescinde dal concorso dell'emittente. In verità, la prova della circostanza che l'emittente abbia fornito informazioni false o fuorvianti – che, lo si ripete, sarebbe dovuta spettare all'agenzia – può incidere unicamente sulla (ulteriore) prova che la violazione degli obblighi previsti nel regolamento (ove mai esistente) non abbia inciso sulla erroneità della valutazione.

Ulteriormente, nella citata proposta di modifica, il legislatore europeo ha previsto, da un lato, che fosse l'organo giurisdizionale nazionale competente a dover stabilire cosa intendersi per «*elementi informativi precisi e dettagliati*», e, dall'altro, che i termini caratterizzanti la fattispecie astratta di responsabilità (quali «*“danno”, “intenzione”, “colpa grave”, “affidamento ragionevole”, “dovuta attenzione”, “incidenza”, “ragionevolezza” e “proporzionalità”*») dovessero essere interpretati ed applicati conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto privato internazionale<sup>493</sup>.

Di poi, si prevedeva la possibilità, per le agenzie di rating, di limitare preventivamente la propria responsabilità purché detta limitazione fosse ragionevole e proporzionata e consentita dal diritto nazionale applicabile.

La normativa *de qua* veniva, altresì, qualificata come di armonizzazione

---

<sup>493</sup> Detta scelta dimostrerebbe, secondo alcuni, la volontà da parte del legislatore europeo di delegare la decisione del “*se*” rendere responsabili le agenzie di rating agli Stati membri. Cfr., in tal senso, B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence*, cit., p. 13.

minima nella misura in cui si prevedesse, tra le altre cose, che non fossero escluse «azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale».

Sul punto, deve evidenziarsi l'assoluta incongruità, a sommosso avviso di chi scrive, dell'utilizzo dello strumento del regolamento rispetto alla finalità di amonizzazione minima, che sarebbe stato, probabilmente, più ragionevole perseguire con lo strumento normativo della direttiva.

Ad ogni buon conto, l'impianto contenuto nella proposta avanzata, dapprima, dal Consiglio e, di poi, dal Parlamento, salvo che per l'omessa riproposizione del contenuto del "considerando 32"<sup>494</sup>, è stato confermato nella versione definitiva licenziata il 31 maggio 2013, portando con sé tutti i dubbi e le critiche sopra evidenziate.

### ***2.1. La natura e le caratteristiche della responsabilità ex art. 35 bis CRA I nei confronti degli investitori.***

I rilievi mossi e le perplessità sollevate nel precedente paragrafo in ordine alla fattispecie di responsabilità prevista dall'art. 35 bis, regolamento (CE) n. 1060/2009 risultano essere amplificati una volta che si decida di verificare la natura dell'azione riservata agli investitori per i danni subiti in ragione del rating errato, nonché di verificare le caratteristiche tipiche della fattispecie.

In ordine al problema della natura della responsabilità, secondo certa dottrina<sup>495</sup>, alcuni indici farebbero pensare ad una responsabilità da affidamento che, in ambito nazionale, avrebbe condotto all'applicazione della disciplina contrattuale.

In detta direzione militerebbero almeno tre elementi.

*In primis*, l'indicazione di un soggetto specifico, ossia l'investitore, legittimato attivo per la proposizione dell'azione mal si concilia con il modello di responsabilità aquiliana lì dove non è possibile individuare *ex ante* il soggetto legittimato all'azione (*qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri ...*).

*In secundis*, vi sarebbe il riferimento all'affidamento ragionevole ovvero alla

---

<sup>494</sup> Detta omessa riproposizione potrebbe escludere, dunque, che il danno reputazionale ed il danno derivante dall'aumento dei costi di finanziamento provocati all'emittente dall'agenzia di rating – tra cui si sia stipulato un contratto di rating – in ragione della errata valutazione dovuta al mancato rispetto degli obblighi di cui al regolamento (CE) n. 1060/2009, venga trattata alla stregua di una responsabilità contrattuale.

<sup>495</sup> Cfr. N. BERTOLINI CLERICI, L. A. BOTTAL, C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, cit., p. 90.

dovuta diligenza, riposto nel rating per effettuare l'investimento.

*In tertiis*, il rinvio ai corrispondenti concetti adottati nel diritto nazionale applicabile testimonierebbe la plausibilità del ricorso all'istituto (di creazione pretoria) dell'obbligazione sorta da contatto sociale<sup>496</sup>.

In verità, il secondo ed il terzo "elemento" destano più d'una perplessità.

Da un lato, la formulazione della norma europea non permette di considerare l'affidamento quale fonte dell'obbligazione (*ogni fatto o atto...* di cui all'art. 1173 c.c.), attecchendosi quest'ultimo ad uno dei tanti elementi che l'investitore deve provare e, dall'altro, il rinvio ai concetti nazionali potrebbe giustificare anche l'applicazione dell'opposto modello aquiliano.

Vi è, invero, un altro elemento che avrebbe giustificato il riferimento alla responsabilità da affidamento, ossia quello per il quale fonte dell'obbligazione risarcitoria, a tenore dell'art. 35 *bis*, regolamento CRA1, è la violazione di un obbligo previsto *ex lege*, ed in particolare nell'All. III del medesimo regolamento, che preesiste al danno, secondo lo schema tipico della tesi obbligatoria *supra* evidenziato<sup>497</sup>.

A favore, invece, della opzione aquiliana vi è più di un indizio.

Innanzitutto, la necessaria sussistenza di una condotta dolosa ovvero gravemente negligente che, nel modello obbligatorio-contrattuale, non sarebbe necessaria<sup>498</sup>.

Di poi, la stessa ripartizione degli oneri probatori, tutta sbilanciata a favore del danneggiante, pare essere più vicina al modello aquiliano, incombando sul danneggiato la prova, tra le altre, della sussistenza dell'elemento soggettivo e del nesso causale tra violazione ed evento dannoso (= fatto illecito ed evento dannoso, nel modello aquiliano).

---

<sup>496</sup> Cfr. N. BERTOLINI CLERICI, L. A. BOTTAL, C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, cit., p. 90.

<sup>497</sup> Secondo altri, invece, il riferimento alla violazione del regolamento avrebbe la funzione di tipizzare, in materia, l'illecito. Cfr., in tal senso, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 388.

<sup>498</sup> Cfr. N. BERTOLINI CLERICI, L. A. BOTTAL, C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, cit., p. 90; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 388 secondo il quale «questa prova sembra paradossale, poiché è evidente che, trattandosi di obblighi che sono imposte alle agenzie di rating dalla legge, la sanzione dovrebbe trovare applicazione per il solo fatto della loro inosservanza ed a prescindere dalla gravità della violazione». In verità, non è la gravità della violazione il problema, bensì la gravità della colpa, requisito ben diverso. Ed allora occorrerà adoperare riferimento alla *lex artis* per scrutare se la condotta sia stata adeguata alla *expertise* richiesta in quella determinata professione.

## **2.2. Le violazioni considerate fonte di responsabilità.**

La responsabilità di cui all'art. 35 *bis*, regolamento CRA1, sussiste nella misura in cui l'investitore riesca a fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating abbia posto in essere una delle violazioni di cui all'allegato terzo dello stesso regolamento (combinato disposto dei commi primo e secondo).

Fondamentale sarà, dunque, individuare gli obblighi che l'agenzia è tenuta a rispettare per non esporsi a detta responsabilità, nonché verificare l'idoneità degli stessi a preservare la sfera giuridica del danneggiato – investitore: ed in effetti, non tutte le “violazioni” di cui al predetto terzo allegato importano l'emissione di un rating erroneo atteso che, gran parte delle stesse sono funzionalizzate a prevenire determinati meccanismi distorsivi per lo più organizzativi che, in astratto, possono prescindere dalla correttezza o meno del rating e che, in ogni caso, non sembrano essere funzionalizzati alla tutela della sfera giuridica degli investitori, quanto a soddisfare esigenze di un interesse *latu sensu* pubblico.

L'allegato in esame distingue tre macrotipologie di violazione e, segnatamente, quelle connesse ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi ovvero operativi, quelle relative agli ostacoli alle attività di vigilanza e, infine, quelle relative alle disposizioni in materia di informativa al mercato.

Nei successivi paragrafi si analizzeranno separatamente le violazioni citate, tenendo conto della classificazione realizzata dallo stesso regolamento CRA1.

### *2.2.1. Le violazioni connesse ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi ovvero operativi.*

Come accennato, il primo gruppo di violazioni attiene alla prevenzione del fenomeno del conflitto di interesse derivante, da un lato, dal meccanismo di remunerazione *issuer-pays*<sup>499</sup> e, dall'altro, dalla stretta compartecipazione delle agenzie di rating nell'attività di “creazione” dei prodotti strutturati, c.d. *rating oriented*, avviata dagli emittenti, nonché alle violazioni connesse ai requisiti organizzativi ed operativi previsti dal regolamento.

La prevenzione del rischio di conflitti di interesse tra agenzia di rating ed emittente e la previsione di strumenti che garantissero l'indipendenza di giudizio di dette agenzie erano obiettivi che avevano caratterizzato gli intenti e gli interventi

---

<sup>499</sup> Sul predetto meccanismo di remunerazione, si veda ampiamente *supra*, cap. 1, par. 2.

del legislatore comunitario già col regolamento (CE) n. 1060/2009. La novella del 2013 ha, di poi, permesso di estendere l'applicazione di detta disciplina anche ai *ratingoutlooks* (i.e. prospettive di rating)<sup>500</sup> ed ha introdotto una disciplina volta a prevenire i conflitti di interesse derivanti dagli investimenti di privati in agenzie di rating del credito e dalla durata del rapporto contrattuale con uno stesso emittente.

Le prime due fattispecie riguardano la violazione, da parte dell'agenzia di rating, della disciplina prevista in materia di avallo a norma dell'art. 4, par. 3<sup>501</sup> e 4, secondo comma<sup>502</sup>, regolamento (CE) n. 1060/2009: *ratio* di tale disciplina è di evitare che, attraverso il predetto meccanismo dell'avallo di rating emessi da agenzie di paesi terzi, venga elusa la normativa europea in materia. In tale ambito, là dove un'agenzia di rating avalli la valutazione realizzata in un paese terzo senza che ne sussistano i relativi presupposti e, di poi, la predetta valutazione risulti errata e provochi un danno all'investitore, quest'ultimo potrà utilizzare la predetta violazione per avviare azione risarcitoria.

Vi sono, poi, una serie di disposizioni volte a garantire *standards* minimi di organizzazione, quali l'obbligo di istituire un consiglio di amministrazione ovvero

---

<sup>500</sup> Per *rating outlook* si intende un «*parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi*». Cfr. art. 1, par. 3, lett. w), regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>501</sup> L'art. 4, par. 3 prevede che un'agenzia di rating stabilita in UE e registrata ai sensi del noto regolamento CRA1 possa avallare il rating emesso in un paese terzo soltanto là dove vi siano le seguenti condizioni, ossia se: a) l'attività di rating finalizzata all'emissione del rating da avallare sia svolta in tutto o in parte dall'agenzia di rating del credito che effettua l'avallo ovvero da agenzie di rating del credito appartenenti allo stesso gruppo; b) l'agenzia di rating abbia verificato ed sia in grado di dimostrare, su base continuativa, all'ESMA che lo svolgimento dell'attività di rating da parte dell'agenzia del paese terzo finalizzata all'emissione del rating da avallare soddisfi requisiti non meno rigorosi di quelli di cui agli articoli da 6 a 12 e all'allegato I (disposizioni in materia organizzativa e di prevenzione del rischio di conflitto di interessi), ad eccezione degli articoli 6 bis, 6 ter, 8 bis, 8 ter, 8 quater e 11 bis, e dell'allegato I, sezione B, punto 3, lettera b bis), e punti 3 bis e 3 ter; c) la capacità dell'ESMA di accertare e controllare la conformità dell'agenzia di rating del credito stabilita nel paese terzo alle disposizioni di cui alla lettera precedente non sia limitata; d) l'agenzia di rating del credito metta a disposizione dell'ESMA, su richiesta di quest'ultima, tutte le informazioni necessarie a consentire alla stessa di vigilare su base continuativa sul rispetto dei requisiti previsti nel regolamento; e) esiste una ragione oggettiva per cui il rating debba essere emesso in un paese terzo; f) l'agenzia stabilita nel paese terzo sia autorizzata ovvero registrata e sia soggetta a vigilanza in tale paese terzo; g) il regime normativo in tale paese terzo impedisca alle autorità competenti e ad altre autorità pubbliche del predetto paese di interferire con il contenuto dei rating e con le metodologie impiegate; e h) vi sia un adeguato accordo di cooperazione tra l'ESMA e la pertinente autorità di vigilanza dell'agenzia di rating del credito stabilita in un paese terzo. L'ESMA assicura che tale accordo di cooperazione specifichi quanto meno il meccanismo per lo scambio di informazioni tra le rispettive autorità di vigilanza nonché le procedure inerenti al coordinamento delle attività di vigilanza.

<sup>502</sup> Il secondo comma del quarto paragrafo dell'art. 4 prevede che un'agenzia di rating stabilita e registrata in UE non possa avallare un rating con l'intento di sottrarsi all'osservanza dei requisiti del presente regolamento.



un consiglio di sorveglianza con un certo numero di membri indipendenti<sup>503</sup>, di nominare alti dirigenti che godano di buona reputazione, dispongano di capacità ovvero esperienza professionali sufficienti ovvero garantiscano la gestione sana e prudente dell'agenzia di rating, di nominare membri del consiglio di amministrazione ovvero di sorveglianza ovvero ancora analisti finanziari che abbiano conoscenze sufficienti in materia di servizi finanziari<sup>504</sup>, di stabilire politiche ovvero procedure che garantiscano la conformità agli obblighi derivanti dal regolamento, di disporre e mantenere procedure amministrative o contabili solide, meccanismi di controllo interno, procedure efficaci per la valutazione del rischio ovvero di controllo e protezione dei propri sistemi di elaborazione elettronica dei dati e di istituire e mantenere un dipartimento permanente ed efficace con funzione di controllo di conformità (*i.e. compliance function*), che operi in maniera indipendente.

Sempre sul piano operativo-organizzativo, vi sono diversi obblighi volti a garantire il regolare e periodico aggiornamento delle metodologie di assegnazione del rating e, conseguentemente, di aggiornamento degli stessi rating emessi sulla

---

<sup>503</sup> In particolare, il combinato disposto dell'art. 6, par. 2, ed All. I, sez. A, punto 2, comma terzo, prevedono che almeno un terzo ma non meno di due dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza di un'agenzia di rating del credito siano membri indipendenti che non partecipano all'attività di rating del credito. Inoltre, il combinato disposto dell'art. 6, par. 2, ed All. I, sez. A, punto 2, comma sesto, prevede che per consentire alla funzione di controllo della conformità di svolgere i suoi compiti con correttezza ed indipendenza, l'agenzia di rating del credito deve assicurare che siano soddisfatte le seguenti condizioni: a) la funzione di controllo della conformità disponga dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie e ha adeguato accesso alle informazioni pertinenti; b) sia nominato un responsabile per la funzione di controllo della conformità, al quale spetti presentare le relazioni in materia di conformità; c) i manager, gli analisti di rating, i dipendenti e qualsiasi altra persona fisica i cui servizi siano messi a disposizione ovvero siano sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo che partecipa alla funzione di controllo della conformità, non partecipino alla prestazione delle attività di rating che siano chiamati a controllare; d) la retribuzione del responsabile per la funzione di controllo della conformità non sia collegata ai risultati economici dell'agenzia di rating del credito e sia strutturata in modo tale da garantire l'indipendenza del suo giudizio. Il responsabile per la funzione di controllo della conformità deve garantire che eventuali conflitti di interesse delle persone i cui servizi sono messi a disposizione della funzione di controllo della conformità siano opportunamente individuati ed eliminati. Il responsabile per la funzione di controllo della conformità deve riferire regolarmente all'alta dirigenza ed ai membri indipendenti dei consigli di amministrazione o di sorveglianza in merito allo svolgimento dei suoi compiti.

<sup>504</sup> Nel caso in cui l'agenzia emetta rating anche di prodotti finanziari almeno un membro indipendente ed un altro membro del consiglio debbono avere una conoscenza approfondita e un'esperienza di alto livello dei mercati di strumenti finanziari strutturati. Si veda, altresì, l'art. 7, par. 1, regolamento (CE) n. 1060/2009, che prevede l'obbligo dell'agenzia di rating di garantire che gli analisti di rating, i suoi dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi siano messi a propria disposizione ovvero siano sotto il proprio controllo e che partecipino direttamente alle attività di rating del credito dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti.

base delle stesse (ovvero di diverse) metodologie<sup>505</sup>, nonché obblighi di conservazione della documentazione<sup>506</sup> e riservatezza<sup>507</sup>.

È, poi, previsto l'obbligo in capo all'agenzia di garantire che i rating emessi siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che siano rilevanti per l'analisi da essa condotta in base alle metodologie applicabili e rese pubbliche ed alle quali deve conformarsi, metodologie che debbono essere rigorose, sistematiche, attuali e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, anche attraverso l'applicazione di test retrospettivi<sup>508</sup>.

Con peculiare riferimento all'obbligo delle agenzie di analisi accurata delle informazioni di cui dispone di cui all'art. 8, par. 2, regolamento (CE) n. 1060/2009, suscita perplessità l'omesso richiamo, da parte dell'all. III, alla parte della predetta disposizione in cui si prevede che l'agenzia di rating adotti tutte le misure necessarie affinché le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione dei rating o delle prospettive di rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili. Ed in effetti, il problema dell'affidabilità e della qualità delle fonti e delle informazioni su cui si basa l'emissione di un rating è il vero punto dolente della disciplina in tema di responsabilità, atteso che è proprio su questo aspetto che si fonda l'esclusione della responsabilità del *rater* che abbia ricevuto informazioni false o fuorvianti dal

---

<sup>505</sup> In particolare, il regolamento prevede che l'agenzia stabilisca una funzione responsabile di riesaminare periodicamente le proprie metodologie, i propri modelli e le principali ipotesi di rating ovvero tutte le modifiche significative, o l'adeguamento di tali metodologie, modelli e principali ipotesi di rating nel momento in cui siano utilizzati o sia previsto di utilizzarli per la valutazione di nuovi strumenti finanziari che sia indipendente dai servizi incaricati delle attività di rating del credito e che relazioni i membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza (cfr. all. I, sezione A, punto 9). È previsto, altresì, l'obbligo per le agenzie di valutare immediatamente se vi siano i presupposti per emettere un nuovo rating del credito ovvero una prospettiva di rating del credito ovvero ancora per revocare quelli esistenti e di rivedere il pertinente lavoro di un analista di rating nei due anni precedenti la sua partenza allorché l'analista ponga termine al proprio rapporto di lavoro con l'agenzia ed inizi a lavorare per un'entità valutata al cui rating del credito ha partecipato, ovvero per un'impresa finanziaria con la quale ha avuto rapporti nel quadro delle proprie funzioni presso l'agenzia. Vi è, inoltre, un obbligo di conformità tra le modifiche apportate e le metodologie pubblicate, ai sensi dell'art. 8, par. 2 *bis*, regolamento CRA1 ed un obbligo di utilizzo di metodologie di rating rigorose, sistematiche, attuali e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi.

<sup>506</sup> Cfr. art. 6, par. 2, in combinato disposto con l'All. I, sez. B, punto 8, secondo comma, regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché art. 7, par. 3, in combinato disposto con l'All. I, sez. C, punto 3, lett. a), regolamento CRA1 che prevede l'obbligo in capo all'agenzia di rating di assicurare che quanti incaricati di lavorare sul rating a vario titolo adottino tutte le misure ragionevoli per proteggere i beni o la documentazione in possesso dell'agenzia da frode, furto ovvero abuso tenendo conto della natura, delle dimensioni e della complessità della propria attività nonché della natura e della gamma della propria attività di rating.

<sup>507</sup> Cfr. art. 7, par. 3, in combinato disposto con l'All. I, sez. C, punto 3, lettere b), c) e d), quando non assicura che una persona di cui alla sezione C, punto 1, non divulghi né utilizzi o condivida informazioni di cui ai predetti punti.

<sup>508</sup> Cfr. art. 8, par. 2, 2 *bis* e 3, regolamento (CE) n. 1060/2009.

cliente<sup>509</sup>. Ebbene, proprio l'omesso richiamo alla predetta parte di disposizione, lascerebbe intendere che una inaccurata analisi delle informazioni di base non esponga l'agenzia di rating a responsabilità con il corollario che, dal punto di vista del *private enforcement*, si esclude la possibilità dell'avvio di un'azione risarcitoria fondata sulla negligenza dell'agenzia di rating che abbia omesso di verificare la veridicità (o quanto meno verosimiglianza) delle informazioni ricevute dall'emittente, anche ove la predetta verifica potesse esser realizzata attraverso l'utilizzo delle informazioni disponibili pubblicamente e secondo la diligenza richiesta all'operatore professionale *ex art. 1176, comma secondo, c.c.*

La discutibilità di detta scelta si apprezza là dove si consideri che si preveda, nel regolamento, l'obbligo di non emettere ovvero ritirare un rating (esistente, in questo secondo caso) in caso di mancanza di dati affidabili ovvero in caso di eccessiva complessità della struttura di un nuovo prodotto finanziario ovvero ancora in caso di insoddisfazione della qualità delle informazioni disponibili<sup>510</sup>. Detto obbligo di comportamento, infatti, mal si concilia con l'omesso richiamo a quella parte di art. 8, par. 2, regolamento (CE) n. 1060/2009 che prevede che l'agenzia di rating adotti tutte le misure necessarie affinché le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione dei rating o delle prospettive di rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili.

Tra gli altri obblighi di comportamento, poi, vi è quello di astenersi dall'utilizzare i nomi di autorità pubbliche, come l'ESMA, in modo da indicare che questa abbia avallato ovvero approvato i rating emessi<sup>511</sup>, nonché di astenersi dal richiedere il pagamento per le informazioni fornite al pubblico ovvero all'autorità e dovute *ex lege*<sup>512</sup>.

Vi è, altresì, previsto un obbligo di aggiornamento periodico dei rating e delle relative metodologie<sup>513</sup>, adottando disposizioni interne per sorvegliare l'impatto che le variazioni delle condizioni macroeconomiche o dei mercati finanziari

---

<sup>509</sup> L'importanza dei dati e delle informazioni sottostanti al rating viene rilevata da J. COFFEE, *Rating reform: the good, the bad and the ugly*, cit., pp. 45 ss.; G. PONZARELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, cit., pp. 445 – 446. Si veda, in senso critico, L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle agenzie di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., p. 463, il quale considera la norma in esame di scarsa rilevanza pratica in ragione della impossibilità di definire cosa possa intendersi con il termine "analisi accurata".

<sup>510</sup> Cfr. combinato disposto dell'art. 10, par. 2, e dell'all. I, sez. D, parte I, punto 4, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>511</sup> Cfr. art. 10, par. 6, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>512</sup> Cfr. art. 13, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>513</sup> Cfr. art. 8, par. 4, 5 e 6, regolamento (CE) n. 1060/2009.

esercitino sui rating.

Il regolamento si preoccupa, poi, delle ipotesi in cui un'agenzia di rating effettui l'esternalizzazione delle cc.dd. "funzioni operative essenziali" ovvero "importanti", considerando quale violazione<sup>514</sup> quella esternalizzazione che metta a repentaglio la qualità del controllo interno dell'agenzia ovvero che impedisca la vigilanza da parte dell'ESMA sull'osservanza dell'agenzia degli obblighi previsti nel regolamento.

Sul fronte del conflitto di interessi, l'agenzia di rating deve garantire che i propri interessi economici non mettano a rischio l'indipendenza ovvero l'accuratezza dell'attività di rating<sup>515</sup> adottando disposizioni organizzative ovvero amministrative appropriate ed efficaci per prevenire, identificare, eliminare o gestire e rendere pubblici i conflitti di interesse ovvero disponendo la conservazione della documentazione di tutti i fattori che minacciano significativamente l'indipendenza dell'agenzia di rating.

A tal scopo, di rilievo sono le situazioni considerate foriere di conflitto di interesse indicate, sostanzialmente, nell'allegato I, sez. B, regolamento CRA1.

In particolare, e tra le varie ipotesi tipiche di conflitto di interessi, l'agenzia di rating è obbligata a disvelare (nonché, eventualmente, ad astenersi dall'emettere il rating) l'esistenza di una partecipazione incrociata qualificata da parte di una medesima persona (fisica o giuridica) ovvero la circostanza che l'agenzia o suoi analisti, dipendenti o altre persone che partecipano alla prestazione del servizio valutativo, detengano (direttamente o indirettamente) strumenti finanziari dell'entità valutata o di società collegate con la stessa, ovvero ancora l'esistenza di un rapporto di controllo tra agenzia ed entità valutata, nonché la prestazione, da parte dell'agenzia di rating, di servizi di rating ad una cliente alla quale vengano prestati, altresì, servizi cc.dd. accessori<sup>516</sup> ovvero per la quale si sia già stipulato un contratto per l'emissione di rating del credito sulle ricartolarizzazioni<sup>517</sup>.

---

<sup>514</sup> Cfr. art. 9, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>515</sup> Cfr. combinato disposto dell'art. 6, par. 2, e dell'all. I, sez. A, punto 2, primo comma, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>516</sup> Cfr. combinato disposto dell'art. 6, par. 2, e dell'all. I, sez. B, punto 4, terzo comma, prima parte, regolamento (CE) n. 1060/2009. Sul punto, il combinato disposto dell'art. 6, par. 2, e dell'all. I, sez. B, punto 5, dispone che l'agenzia di rating del credito deve garantire che i propri analisti ovvero le persone che approvano i rating non presentino proposte o raccomandazioni in ordine alla struttura di strumenti finanziari strutturati in merito ai quali ci si attenda che l'agenzia sia chiamata ad emettere un rating.

<sup>517</sup> In particolare, a norma dell'art. 6 *ter*, regolamento (CE) n. 1060/2009, l'agenzia di rating che abbia stipulato un contratto per l'emissione di rating del credito sulle ricartolarizzazioni non possa emettere rating su nuove ricartolarizzazioni con attività sottostanti provenienti dallo stesso

L'agenzia di rating, inoltre, deve assicurare che le persone che partecipino, a vario titolo, alla emissione del rating non negozino uno strumento finanziario oggetto dell'attività di rating ovvero non assumano una posizione dirigenziale di rilievo presso l'entità valutata ovvero un terzo collegato prima che siano trascorsi sei mesi dall'a emissione del rating o della prospettiva di rating<sup>518</sup>, nonché non partecipino ai negoziati per la fissazione delle provvigioni e dei pagamenti delle entità per la prestazione dell'attività di rating del credito ovvero non intrattengano rapporti di affari, a vario titolo, con l'ente valutato ovvero ancora non vengano retribuiti o valutati sulla base del fatturato dell'entità valutata<sup>519</sup>.

Ovviamente, l'emissione di un rating in una condizione in cui il *rater* si trovi in conflitto di interessi importa violazione del regolamento e, ove vi sia discrasia tra rating emesso e successive sorti del prodotto finanziario ovvero dell'emittente oggetto di valutazione, i due elementi potrebbero esser considerati bastevoli affinché si possa ritenere che l'investitore abbia assolto all'onere di allegare informazioni precise e dettagliate su violazione ed incidenza della stessa sul rating errato.

Nella sezione dedicata ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi operativi, il legislatore europeo ha previsto una serie di obblighi che riguardano i membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza e che mirano a garantirne l'indipendenza<sup>520</sup> e l'assolvimento dei specifici obblighi di informativa previsti dal regolamento<sup>521</sup>.

---

cedente per un periodo superiore ai quattro anni ovvero per un periodo pari alla durata del contratto scaduto non superiore, tuttavia, a quattro anni.

<sup>518</sup> Cfr. art. 7, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>519</sup> Sempre sul fronte della indipendenza degli analisti finanziari, si prevede che l'agenzia di rating debba assicurare che gli analisti di rating principali non partecipino alle attività di rating connesse alla stessa entità valutata o a terzi collegati per un periodo superiore a quattro anni. Di poi, viene prescritto che l'agenzia di rating non debba fornire rating *unsolicited* senza assicurarsi che gli analisti partecipino alle attività di rating del credito connesse alla stessa entità valutata o ad un terzo collegato per un periodo non superiore a cinque anni (sette anni per le persone che approvano i rating). Da ultimo, è previsto che l'agenzia di rating debba assicurare che gli analisti e le persone che approvano i rating, non partecipino alle attività di rating del credito connesse all'entità valutata o a un terzo collegato prima che siano trascorsi due anni dalla fine dei periodi sopra indicati (cinque e sette anni).

<sup>520</sup> A titolo esemplificativo, il combinato disposto dell'art. 6, par. 2, e dell'all. I, sez. A, punto 2, quarto comma, prevede che l'agenzia di rating debba approntare un sistema retributivo per i membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza che non sia collegato ai risultati economici dell'agenzia stessa ovvero che sia impostato a garantire l'indipendenza del loro giudizio. Inoltre, è previsto il divieto di fissare una durata dell'incarico dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza superiore a cinque anni o per un periodo rinnovabile ovvero di licenziare un membro indipendente del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, salvo in caso di negligenza o insufficiente prestazione professionale.

<sup>521</sup> In particolare, l'agenzia di rating deve garantire che i membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza presentino periodicamente al consiglio il loro parere sugli

Come di evidenza, le violazioni appena esposte difficilmente possono essere conoscibili dall'investitore che intendesse avviare azione giudiziaria funzionalizzata al soddisfo dei danni subiti in ragione dell'errato rating, salvo che non intervengano nell'ambito di un procedimento sanzionatorio avviato dinanzi all'ESMA.

Nondimeno, è altrettanto improbabile che una violazione degli obblighi predetti abbia una incidenza, di per sé, sulla correttezza del rating del credito, salvo che per le violazioni derivanti dal mancato rispetto dell'obbligo di attenersi alle metodologie di valutazione rese pubbliche ovvero dall'omesso aggiornamento di dette metodologie in una situazione in cui il predetto aggiornamento sarebbe stato opportuno: anche su questo specifico profilo, tuttavia, risulta arduo richiedere all'investitore di assolvere ad un tale *onus probandi*.

#### *2.2.2. Le violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza e relative alle disposizioni in materia informativa.*

L'allegato terzo al regolamento (CE) n. 1060/2009 prevede due altre tipologie di violazioni da cui far discendere responsabilità in capo all'agenzia ed, in particolare, quelle riguardanti gli ostacoli all'attività di vigilanza, tendenzialmente degli organi all'uopo preposti, e quelle riguardanti gli obblighi informativi.

Con riferimento alle prime, oltre agli obblighi connessi alla conservazione della documentazione e degli *audit trail* delle proprie attività di rating del credito e dei rapporti intrattenuti con i propri clienti<sup>522</sup>, vi sono quelli di *disclosure* delle metodologie di rating<sup>523</sup>.

---

aspetti di cui all'allegato I, sez. A, punto 2, comma sesto e li mettano a disposizione dell'ESMA su richiesta.

<sup>522</sup> In particolare, il combinato disposto dell'art. 6, par. 2, e dell'all. I, sez. B, punti 7 e 8, regolamento (CE) n. 1060/2009, prevede l'obbligo, per l'agenzia, di conservazione dei documenti e degli *audit trail* delle proprie attività di rating del credito per almeno cinque anni, mettendoli a disposizione dell'ESMA su richiesta. È, altresì, previsto l'obbligo di conservare la documentazione contenente i diritti e gli obblighi rispettivi dell'agenzia di rating ovvero dell'entità valutata ovvero di terzi collegati nel quadro di un accordo di prestazione di servizi di rating del credito almeno per la durata della relazione dell'agenzia con l'entità valutata o i terzi collegati.

<sup>523</sup> Ai sensi dell'art. 14, par. 3, terzo comma, regolamento (CE) n. 1060/2009, l'agenzia di rating deve notificare all'ESMA le modifiche significative che intenda apportare alle metodologie di rating, modelli o ipotesi principali di rating esistenti o a proposte di nuove metodologie di rating, modelli o ipotesi principali di rating se pubblica le metodologie di rating sul proprio sito Internet a norma dell'art. 8, par. 5 *bis*, pubblicazione obbligatoria, unitamente ad una spiegazione dettagliata dei motivi e delle implicazioni delle modifiche, là dove le predette modifiche potrebbero avere un impatto sul rating del credito. L'agenzia di rating è tenuta, inoltre, a notificare all'ESMA gli errori che abbia scoperto nelle sue metodologie di rating o nella loro applicazione ovvero debba spiegarne l'incidenza sui suoi rating del credito, compresa la necessità di rivedere i rating del credito emessi.

Di poi, l'agenzia di rating deve mettere a disposizione presso un registro centrale, creato dall'ESMA, informazioni – in un formato standardizzato predisposto dallo stesso organismo di vigilanza, rendendole accessibili al pubblico – sulle proprie *performance* storiche, fra cui i dati sulla frequenza di transizione dei rating, sui rating del credito emessi in passato e sulle relative modifiche<sup>524</sup>.

Tra gli obblighi nei confronti dell'ESMA, vi è anche quello di presentare, in occasione dell'emissione di un rating ovvero di un *rating outlook*, le informazioni pertinenti al rating, compreso il rating e la prospettiva di rating dello strumento valutato, nonché informazioni in merito al tipo di rating, il tipo di attività di rating, la data e l'ora di pubblicazione<sup>525</sup>.

In tema di obblighi informativi, le agenzie sono tenute a comunicare pubblicamente i nomi delle entità valutate ovvero dei terzi collegati da cui proviene oltre il 5% del proprio fatturato annuo<sup>526</sup> e, ad esito dell'attività di rating, di indicare, nella propria relazione conclusiva, i servizi ausiliari forniti all'entità valutata o ai terzi collegati.

Tra gli obblighi informativi, vi è anche quello di comunicare al pubblico le metodologie, i modelli ovvero le ipotesi principali utilizzati nelle proprie attività di rating e le vicende che le interessano nel tempo<sup>527</sup>, nonché, ad esito di modifiche realizzate a dette metodologie, i rating che sarebbero interessati dalle stesse.

Le agenzie sono tenute, altresì, a comunicare pubblicamente la decisione di abbandono di un rating ed i motivi correlati a detta decisione e, sul fronte degli emittenti, è tenuta ad informare l'entità valutata (durante l'orario di lavoro di questa e con almeno una giornata lavorativa piena di anticipo), la pubblicazione del rating

---

<sup>524</sup> Cfr. art. 11, par. 2, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>525</sup> Cfr. artt. 11, par. 3, ed 11 *bis*, par. 1, regolamento (CE) n. 1060/2009. In particolare, l'art. 11, par. 3, prevede che le agenzie di rating debbano fornire annualmente, entro il 31 marzo, all'ESMA, le informazioni previste nell'all. I, sez. E, parte II, punto 2, ossia un elenco delle provvigioni applicate a ciascun cliente per ogni rating del credito ed eventuali servizi ausiliari; la sua politica tariffaria, compresa la struttura delle provvigioni e i criteri di fissazione dei prezzi in relazione ai rating del credito per le diverse classi di attività valutate; un elenco dei clienti dell'agenzia di rating il cui contributo al tasso di crescita nella generazione del fatturato dell'agenzia di rating del credito nell'esercizio finanziario precedente abbia superato il tasso di crescita del fatturato totale dell'agenzia di rating del credito in tale esercizio di un fattore superiore a 1,5 volte. Ciascuno di tali clienti è incluso nell'elenco solo se, in tale esercizio, ha rappresentato oltre lo 0,25 % del fatturato complessivo dell'agenzia di rating del credito a livello mondiale; ed un elenco dei rating del credito formulati nel corso dell'anno da cui risulti la percentuale di rating del credito non sollecitati.

<sup>526</sup> Ovviamente, detto obbligo, previsto dall'art. 6, par. 2, regolamento (CE) n. 1060/2009, è funzionalizzato a disvelare i rapporti tra agenzie e clienti che possono essere forieri di conflitto di interessi.

<sup>527</sup> Quali, a titolo esemplificativo, la scoperta di errori nella elaborazione di una metodologia.

del credito o del *rating outlook*<sup>528</sup>.

In generale, poi, sono previsti una serie di obblighi di trasparenza al fine di permettere di distinguere le categorie di rating e di esplicitare le politiche di *rating unsolicited*<sup>529</sup>.

Anche i predetti obblighi, sia di cooperazione con gli organismi di vigilanza che di trasparenza ed informazione, difficilmente possono essere, di per sé, utilizzati per lamentare un rating errato.

Ed in effetti, la circostanza che l'agenzia abbia omesso di comunicare le proprie metodologie oppure non abbia assolto ai propri obblighi informativi nei confronti del pubblico ovvero dell'ESMA potrebbero, al più, rafforzare la posizione delle agenzie stesse che, proprio in ragione delle omesse comunicative, possono argomentare nel senso di ritenere affievolito l'affidamento che gli investitori avrebbero dovuto porre sui rating emessi.

In altre parole, un investitore che deve ragionevolmente, ovvero con la dovuta diligenza, affidarsi ad un rating non può evidentemente farlo là dove quel rating sia stato emesso da un'agenzia che non abbia pubblicato le metodologie sottostanti ovvero abbia omesso di comunicare informazioni rilevanti che pure era tenuta a dare.

Anche per tale profilo, dunque, si palesa l'assoluta inidoneità dell'art. 35 *bis*, regolamento (CE) n. 1060/2009, a fungere da strumento efficace per aumentare l'*accountability* delle predette agenzie.

### **2.3. Gli (insormontabili) oneri probatori a carico dell'investitore.**

La struttura della responsabilità prevista nell'art. 35 *bis*, regolamento (CE) n. 1060/2009, è fondata su un riparto degli oneri probatori evidentemente, e per quanto già evidenziato in precedenza, sbilanciato in favore dell'agenzia di rating danneggiante.

La predetta scelta del legislatore europeo sarebbe giustificata dalla volontà di non esporre al pericolo di responsabilità illimitata le predette agenzie disincentivandole dal rendere il servizio (sostanzialmente pubblico) che svolgono.

Proprio per questo, l'investitore danneggiato dovrà superare una serie di oneri probatori al fine di riuscire a dimostrare la responsabilità dell'agenzia ed il danno

---

<sup>528</sup> Cfr. combinato disposto dell'art. 10, par. 2, e dell'all. I, sez. D, parte I, punto 3, regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>529</sup> Cfr. artt. 10 e 11, regolamento (CE) n. 1060/2009.



subito.

Il primo ostacolo è quello della prova dell'aver riposto un affidamento *ragionevole*– ovvero aver agito con la *dovuta diligenza* – sulle valutazioni dell'agenzia nella maturazione della scelta di effettuare, o meno, una determinata negoziazione di un prodotto finanziario.

In generale, il termine affidamento indica la garanzia e la fiducia, nella sua duplice accezione dello stato (soggettivo) di fiducia e dell'atto (accezione oggettiva) del riporre fiducia su di un soggetto, su di una cosa ovvero su di una certa situazione<sup>530</sup>.

In ambito più strettamente giuridico, l'affidamento (meritevole di tutela, s'intende, alla stregua del nostro ordinamento) assume significati diversi in dipendenza dell'ambito nel quale viene utilizzato<sup>531</sup>.

Nell'ambito della concezione di affidamento come “stato di fiducia”, si è soliti distinguere un concetto di affidamento più ampio e generale, in cui i profili di volontarietà dell'atto e gli aspetti formali legati alle previsioni normative sono attenuati ed in cui rileva l'affidamento quale risposta alla esigenza di sottoporre la composizione del rapporto obbligatorio secondo il paradigma della buona fede, ed un concetto più ristretto che indica le ipotesi in cui l'ordinamento accorda tutela ad un determinato stato di fiducia<sup>532</sup>.

L'istituto dell'affidamento ha, quale *ratio* tradizionale, quella di aumentare la certezza dei traffici giuridici tutelando quelle situazioni in cui si ritiene esigibile una condotta improntata a buona fede e correttezza, condotta che ha un contenuto più specifico e relativizzato rispetto a quella che caratterizza il principio dell'*alterum non laedere*: i doveri di correttezza e buona fede (oggettiva), infatti, impongono di tener conto dell'aspettativa altrui (buona fede soggettiva) generata

---

<sup>530</sup> Cfr. V. PIETROBON, *Affidamento*, in *Enciclopedia giuridica*, Roma, Treccani, I, 1988, p. 1; R. SACCO, *Affidamento*, in *Enciclopedia del Diritto*, Milano, Giuffrè, I, 1958, p. 661; M. BESSONE, *Errore comune e affidamento nella disciplina del contratto*, in *Foro italiano*, I, 1966, pp. 1572 ss.; ID., *Dal principio di tutela dell'affidamento all'amministrazione giudiziale dei rischi contrattuali*, in *Foro padano*, IV, 1978, pp. 102 ss.

<sup>531</sup> Si può, così, discorrere di affidamento con riferimento alla erronea opinione in ordine ad un certo fatto storico, all'apparenza ingannevole di una determinata situazione, alla fiducia sull'esatto adempimento del debitore all'obbligazione ovvero in relazione ai poteri attribuiti ad un terzo in seno al rapporto fiduciario. L'affidamento indica, altresì, il riconoscimento, l'attribuzione di un dato incarico o di una certa funzione ed il termine è sovente utilizzato nell'ambito delle procedure ad evidenza pubblica. Al pari si parla di affidamento di minori con riguardo al diritto di famiglia. Cfr. R. SACCO, *Affidamento*, cit., p. 661.

<sup>532</sup> In altri termini, tutelare l'affidamento significa proteggere la buona fede di chi è stato indotto ad un certo convincimento dalla condotta altrui. Cfr., in tal senso, A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, Padova, Cedam, 1992, pp. 180 ss.

dal proprio comportamento.

Per l'individuazione di una situazione che genera affidamento occorre adoperare riferimento al profilo oggettivo, ossia sussistenza di una situazione caratterizzata da doveri di correttezza e buona fede, e dalla legittima sussistenza di una aspettativa altrui in ragione del comportamento tenuto ovvero di altra situazione di fatto (si pensi allo *status* professionale).

Di per certo, trattasi di elemento di prova da valutarsi alla stregua dei dati fattuali emergenti dal caso concreto, di guisa che il giudizio di ragionevolezza dell'affidamento dovrà effettuarsi tenendo conto, in via preliminare e, spesso, assorbente, dal grado di "educazione finanziaria" del danneggiato.

In altri termini, dovrà esser verificato se il danneggiato abbia un profilo tale da far ritenere che lo stesso sia un soggetto esperto in grado di effettuare proprie valutazioni indipendenti. In tal caso, l'essersi esclusivamente basato sulla valutazione dell'agenzia di rating per effettuare la propria scelta di investimento (ovvero, disinvestimento), potrebbe non bastare per avanzare una pretesa risarcitoria.

Di particolare rilievo è, altresì, il dato connesso alla "*condotta dell'altra parte*" quale comportamento tenuto da un soggetto ed in grado di ingenerare affidamento. In tal senso, con l'affidamento si tende a rappresentare l'interesse alla tutela di una certa situazione giuridica generata da un comportamento altrui che ha indotto la parte interessata a confidare nel conseguimento di un dato risultato o sull'esistenza di una certa situazione giuridica. La convinzione dell'agente, pertanto, si basa sull'atteggiamento ovvero sul comportamento altrui e lo presuppone<sup>533</sup>.

Ebbene, nell'ambito dell'attività di *rating*, la pubblicazione su siti web e riviste specializzate ovvero la comunicazione e diffusione della singola valutazione attraverso l'utilizzo di mezzi di comunicazione di massa, deve considerarsi sicuramente comportamento idoneo a suscitare quell'affidamento legittimo e/o ragionevole (più in generale, meritevole di tutela) richiesto dalla norma in esame atteso che l'investitore, nell'apprendere quell'informazione finanziaria, ha contezza, altresì, della circostanza che l'agenzia di *rating* sia un professionista che

---

<sup>533</sup> Si veda, in tal senso, Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2003, n. 11246, *Maccherrone e altro c. Soc. Sitav*, in *Giustizia civile massimario*, 2003, 7-8, secondo cui «*affinché si verifichi una situazione di affidamento, come tale meritevole di tutela, anche sul piano risarcitorio, secondo l'ordinamento, è necessario che il soggetto che invochi l'affidamento sia il destinatario del comportamento altrui, che crea l'affidamento stesso*».

è tenuto a rispettare determinate metodologie tecniche per l'emissione del *rating* e che deve adempiere correttamente all'obbligo di prestazione nei confronti dell'emittente/cliente (ovviamente, nel caso di *rating solicited*).

In verità, l'*onus probandi* in esame ben potrebbe esser superato là dove si accedesse alla possibilità di utilizzo della *fraud on the market theory*<sup>534</sup> anche nelle controversie intentate contro le agenzie di rating: tuttavia, l'utilizzo di detto approccio teorico parrebbe esser precluso in ragione della formulazione della norma stessa atteso che il legislatore europeo, nel richiedere all'investitore la prova che l'affidamento sia stato ragionevole ovvero la condotta sia stata improntata a dovuta diligenza, dimostra di non accettare forme di automatismo connesse alla prova della sussistenza di un fatto (c.d. *in re ipsa*).

Di là dalla necessaria prova della ragionevolezza dell'affidamento in una determinata valutazione dell'agenzia di rating, l'investitore, come s'è visto, sarà onerato dal fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito abbia violato il regolamento (CE) n. 1060/2009, anche se detto onere parrebbe esser alleviato dalla notazione per la quale si debba tener conto della circostanza che l'investitore non abbia accesso ad informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating secondo quello che, nel diritto interno, è il principio di vicinanza della prova.

Da questo punto di vista, l'intervenuto *default* dell'emittente ovvero la improvvisa svalutazione di un prodotto finanziario valutato quale prodotto *investment grade* non sarebbe un elemento informativo sufficiente per "provare" che l'agenzia abbia violato la normativa europea in materia. L'investitore dovrebbe, in verità, fornire qualche elemento ulteriore quale, ad esempio, la sussistenza di un *gap* tra le metodologie di rating utilizzate e quelle effettivamente applicate per l'emissione oggetto di valutazione ovvero l'esistenza di elementi forieri di generare una situazione di conflitto di interesse tra agenzia ed emittente (si pensi, *ex multis*, al superamento delle percentuali previste dal regolamento in materia di investimenti dell'emittente nell'attività del *rater*).

Seguendo uno sviluppo crescente di progressiva onerosità, il legislatore europeo prevede che il danneggiato debba provare, altresì, il nesso di causalità tra violazione della normativa europea in materia di *rating* del credito ed incidenza della predetta violazione sul *rating* emesso; ed è questo, ad avviso di chi scrive, lo

---

<sup>534</sup> Sulla *fraud on the market theory*, si veda *supra*, cap. 2, par. 3.

scoglio probatorio più complesso ed arduo da superare là dove si consideri che simile valutazione imponga di proiettarsi in una valutazione prognostica tesa a dimostrare che là dove la violazione non vi fosse stata e l'agenzia avesse tenuto la condotta dovuta, il rating sarebbe stato non soltanto e semplicemente diverso, bensì in grado di permettere all'investitore danneggiato di effettuare una scelta diversa e più favorevole rispetto a quella effettuata in concreto ed in conseguenza del rating errato.

Da ultimo, il regolamento europeo rimanda al «*diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato*» per la definizione dei principali elementi della fattispecie risarcitoria, con ciò dovendosi porre il problema se detto rimando si limiti ad avere efficacia per il significato da fornire allo specifico significante in considerazione ovvero se, come sarebbe auspicabile, importi anche una più ampia delega agli orientamenti che, nel tempo, si sono stratificati su una determinata materia.

Così, occorrerebbe adoperare riferimento agli orientamenti in materia di “danno ingiusto”<sup>535</sup> ovvero di colpa grave ed intenzionalità, al fine di individuare con esattezza gli elementi tipici della fattispecie.

L'approccio scelto dal legislatore europeo appare, come di evidenza, quanto meno discutibile tenuto conto che l'ampia forbice interpretativa che contiene mal si attaglia allo strumento legislativo utilizzato, segnatamente quello del regolamento.

#### ***2.4. I “casi che non rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento” e le “ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale” quali clausole aperte.***

In ragione della natura di disposizione di armonizzazione minima della normativa *de qua*, il legislatore europeo ha previsto che «*i casi concernenti la responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito che non rientrino nell'ambito di applicazione del presente regolamento sono disciplinati dal diritto nazionale applicabile determinato in base alle rilevanti norme di diritto internazionale privato*» e che l'art. 35 *bis*, regolamento (CE) n. 1060/2009 «*non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale*».

In altri termini, l'apertura verso gli ordinamenti nazionali si attua in due

---

<sup>535</sup> Si veda, sul punto, riferitamente al diritto italiano, *supra* cap. 2, par. 2.

direttive, una sostanziale ed una processuale.

Sul fronte sostanziale si colloca la possibilità di individuare i «*casi concernenti la responsabilità civile*» di un'agenzia di rating del credito ulteriori rispetto a quelli previsti dal richiamato art. 35 *bis*, di guisa che anche violazioni di obblighi non previsti dal regolamento (CE) n. 1060/2009 possano essere forieri di responsabilità civile. Da questo punto di vista, deve apprezzarsi la possibilità di valutare la tutelabilità di posizioni giuridiche soggettive che trovino fonte nella stessa Costituzione, in tal modo potendosi valorizzare una tutela diretta (*i.e.* non mediata dalla necessaria verifica di violazione degli obblighi previsti dalla normativa europea) della libertà di impresa ovvero di autodeterminazione dell'investitore ai sensi dell'art. 41 della Costituzione. Nondimeno, sempre sul piano sostanziale potrà apprezzarsi la possibilità di utilizzare gli strumenti argomentativi tipici della responsabilità da contatto sociale o da *status* ovvero, addirittura, della responsabilità contrattuale nell'ambito della fattispecie di contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi, ed, in generale, al fine di approntare una fattispecie di responsabilità più favorevole alle ragioni creditorie

Sul fronte processuale, la «*non esclusione di azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale*» permetterebbe di utilizzare le azioni cc.dd. collettive (come l'art. 140 *bis*, codice del consumo<sup>536</sup>), là dove ve ne fossero, ovviamente, i presupposti.

In generale, dunque, la possibilità di utilizzare strumenti sostanziali (diversa qualificazione della fattispecie di responsabilità e diversa individuazione delle situazioni giuridiche soggettive in giuoco) e processuali (azioni collettive), farebbe dell'art. 35 *bis* una norma aperta ad altre fattispecie ed azioni di responsabilità, valorizzandone il carattere di fattispecie di armonizzazione minima.

Certo, ci si potrebbe chiedere se ve ne fosse davvero bisogno di simile strumento.

In verità, come s'è visto, la possibilità di rendere responsabili le agenzie di rating nei confronti degli investitori, nei vari ordinamenti nazionali, erano molteplici e, di per certo, la possibilità di intentare una controversia seguendo lo schema del citato art. 35 *bis* era percorribile senza alcun particolare “problema” in qualsivoglia ordinamento, stante gli insormontabili vincoli ed oneri probatori che

---

<sup>536</sup> In tal senso anche P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 169 ss.

quella disposizione regolamentare contiene.

Per esser chiari, avanzare una pretesa risarcitoria nei confronti di un'agenzia nei cui confronti si sia riusciti a dimostrare la volontaria o negligente violazione delle più basilari norme tecniche di valutazione del merito creditizio, nonché avendo la capacità di dimostrare che detta violazione abbia (in maniera univoca) inciso sulla scelta di investimento (ovvero di disinvestimento) era possibilità percorribile già prima dell'entrata in vigore dell'art. 35 *bis*, salvo che non si temesse che, anche in Europa, potesse trovare *appeal* l'opzione interpretativa che vede nel rating una mera opinione e che, come tale, deve considerarsi “coperta” da particolari tutele costituzionali<sup>537</sup>.

Per l'effetto, l'avvio di (ulteriori) azioni risarcitorie fondate su fattispecie di responsabilità diverse (ed ulteriori) rispetto a quelle previste dall'art. 35 *bis* è ipotizzabile, rendendo comunque proficuo ed utilizzabile il lavoro di ricerca realizzato nel precedente capitolo.

### **3. Conclusioni.**

Approntare delle conclusioni per un ambito di ricerca in continuo divenire è un azzardo.

La vivacità degli argomenti trattati impone la massima cautela nella formulazione di soluzioni “assolute” ed universalmente valide, imponendo necessariamente un ragionamento che guardi al potenziale interpretativo che gli istituti in campo permettono di esprimere.

Il coraggio che, nelle corti nazionali, si è espresso in numerevoli occasioni nelle quali si è cercato di rendere maggiormente responsabili *gatekeepers* nostrani, stenta a mostrarsi nei confronti delle agenzie di rating.

Soltanto di recente, l'avvio di una controversia annunciata dal Presidente degli Stati Uniti nei confronti di S&P e, soprattutto, l'iniziativa della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Trani che ha concluso le indagini e chiesto il rinvio a giudizio per il reato, in capo a manager ed analisti della stessa S&P e Fitch, di cui all'art. 185, TUF, rubricato “*manipolazione del mercato*”, aggravato dal rilevante danno patrimoniale e dalla circostanza che il danno sia stato cagionato nei

---

<sup>537</sup> Obiettivo, questo, non escludibile a priori, atteso che, com s'è osservato, non siano mancate decisioni, nella giurisprudenza nostrana, tese a riconoscere al rating detta “qualificazione giuridica”. Cfr. *supra*, cap. 2, par. 6, riferitamente alla decisione del Tribunale di Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, cit.

confronti dello Stato italiano<sup>538</sup>, parrebbero aver minato l'alea di irresponsabilità che ha caratterizzato, fino ad oggi, i rapporti tra agenzie di rating ed investitori.

Come s'è visto, gli strumenti per strutturare un'azione di responsabilità civile "credibile" e che permetta di accertare il corretto operato delle agenzie vi sarebbero, a condizione, però, di pienamente utilizzare il solco di ricerca che ha permesso di ampliare i confini della responsabilità contrattuale, facendovi ricomprendere le ipotesi di obblighi nascenti *ex lege* e prendendo atto delle conseguenze che derivano dalla estensione degli effetti del contratto nei confronti dei terzi.

Ritengo che il predetto approccio possa essere quanto di più opportuno per permettere, da un lato, di rendere più affidabili i giudizi dei *raters* sfruttando l'efficacia deterrente della responsabilità civile e, dall'altro, di ridurre il rischio di cattura insito nel meccanismo di remunerazione attualmente applicato.

Da questo punto di vista, l'applicazione di un modello di responsabilità civile più efficace rispetto alla soddisfazione delle istanze dei risparmiatori-investitori avrebbe un effetto regolatorio, permettendo di orientare la condotta delle agenzie nell'adempimento delle proprie obbligazioni di prestazione.

Se e come l'interprete riuscirà in questo obiettivo dipenderà, dunque, dalla concreta applicazione delle clausole aperte contenute nell'art. 35 *bis* del regolamento (CE) n. 1060/2009; in caso contrario, difficilmente si riuscirà a dare effettività ad una fattispecie di responsabilità che, come di evidenza, contiene ostacoli (sostanziali e processuali) non superabili dai singoli investitori danneggiati.

---

<sup>538</sup> Il 22 settembre 2014 si è tenuta l'udienza preliminare dinanzi al GUP Angela Schiralli, in cui ha concluso la discussione il Pubblico Ministero. A breve, dunque, si conoscerà l'esito della richiesta di rinvio a giudizio.





## BIBLIOGRAFIA

E. E. BONAVERA, *La responsabilità della società di revisione nel regime anteriore al D. Lgs. n. 39/2010*, in *Le Società*, 4, 2014

E. CARDI,  *Mercati e istituzioni in Italia*, III edizione, Torino, Giappichelli, 2014

N. B. CLERICI, L. A. BOTTAI e C. PAGLIUGHI, *Il professionista attestatore: relazioni e responsabilità*, Milano, Giuffrè, 2014

F. GRECO, *Rileggere le regole dell'informazione nel rapporto tra intermediario e risparmiatore*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014

F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014

N. MORGAN, C. MCELROY, T. DUARTE-SILVA, *Halliburton Fallout: Fate of the "Efficient Market" Hypothesis and Event Studies in Securities Litigation*, in *Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation*, Vol. 20, Issue 5, July 10, 2014

L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2014

M. PACCES, A. ROMANO, *A Strict Liability Regime for Rating Agencies*, in *European corporate governance institute*, Law Working Paper N° 245/2014, 2014

A. PARZIALE, *La responsabilità dell'insegnante per danno autocagionato dall'allievo tra "contatto sociale" e causa ignota*, in *Danno e responsabilità*, 6, 2014

V. ROPPO, *Spunti in tema di responsabilità "pericontrattuale"*.

*Dialogo con Giorgio De Nova a margine della sentenza di Cassazione sul lodo Mondadori*, in *Responsabilità civile e previdenza*, I, 2014

G. ALPA, *La responsabilità delle agenzie di rating. Alcuni profili sistematici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2, 2013

L. BUGIOLACCHI, *Sicurezza dei prodotti e certificazione: la responsabilità contrattuale degli organismi di valutazione della conformità*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2, 2013

F. D. BUSNELLI, S. PATTI, *Danno e responsabilità*, Torino, Giappichelli, 2013

S. CACACE, *Il giudice "rottamatore" e l'enfant préjudice*, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013

S. CACCHI PESSANI, *Inadempimento dell'obbligo di opa e risarcimento del danno: il caso SAI-Fondiarria approda in Cassazione*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2013

C. CASTRONOVO, *La «civilizzazione» della pubblica amministrazione*, in *Europa e diritto privato*, 3, 2013

E. CAVALIERI, *La nuova disciplina europea del rating delle banche*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 10, 2013

I. CORTESI, *Il Dodd-Frank Act. Obiettivi generali e prospettive future*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2 (suppl.), 2013

P. F. DAGASSO, *La responsabilità del maestro di sci tra onere della prova e contatto sociale*, in *Diritto e fiscalità dell'assicurazione*, 1, 2013

A. DI MAJO, *Giustizia e "materializzazione" nel diritto delle obbligazioni e dei contratti tra (regole di) fattispecie e (regole di) procedura*, in

*Europa e diritto privato*, 3, 2013

R. FAVALE, *Il sistema dell'Anwaltshaftung nel modello tedesco*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2013

F. GRECO, *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Rivista di diritto bancario*, 11, 2013

B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, *White Paper Series No. 1 del SAFE*, 2013

A. HUBLET, J. M. GOLLIER, *Liability of credit rating agencies: a European draft*, in *Eubelius*, 2013

P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 3, 2013

O. POLLICINO, *Certificazioni e norme tecniche*, in *Diritto pubblico dell'economia*, G. F. Ferrari (a cura di), Egea, 2013

G. RISSO, *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, in *Diritto del commercio internazionale*, 3, 2013

F. SALERNO, *La responsabilità del revisore tra nuove incertezze e vecchi problemi*, in *Rivista delle Società*, 5, 2013

M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013

A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2, 2013

C. AMATUCCI, *La limitazione della responsabilità del revisore legale e la scadente tecnica legislativa italiana*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6, 2012

M. A. BERARDI, *L'azione individuale del socio e del terzo nelle società di capitali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2, II, 2012

U. BLACKROCK, *Reform of Credit Rating Agency Regulation in Europe: An End-investor Perspective*, disponibile su <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/credit-rating-agency-end-investor-perspective-apr-2012.pdf>, April, 2012

P. BOLTON, X. FREIXAS, J. SHAPIRO, *The Credit Ratings Game*, in *The Journal of Finance*, Vol. LXVII, N. 1, February 2012

M. B. CANE, A. SHAMIR e T. JODAR, *Below investment grade and above the law: a past, present and future look at the accountability of credit rating agencies*, in *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, New York, 2012

F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012

G. CARRIERO, *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, in *Europa e diritto privato*, 3, 2012

P. X. CLEDAT, *Agences de notation: de la délicate mise en oeuvre de leur responsabilité civile*, in *Revue Lamy droit civil*, 96, 2012

A. COCCHI, *La responsabilità per i danni da cose in custodia e quella derivante da contatto sociale per le lesioni autocagionate dall'allievo*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 5, 2012

V. D'ANGERIO, *Sul rating è svolta a Milano*, su *Il Sole 24 Ore, Plus24*, 27 ottobre 2012

A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit rating agencies and regulatory reform*, *Research Paper No. 12-083*, University of San Diego, April 2012

S. DESTRAZ, R. LAHAYE, *Are Credit Ratings Trustworthy?*, École Supérieure de Commerce et de Management de Tours-Poitiers, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2056849](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2056849), 2012

L. DI DONNA, *La responsabilità civile della agenzie di rating*, Padova, Cedam, 2012

C. EVANS, *What Makes You So Special?: Ending the Credit Rating Agencies' Special Status and Access to Confidential Information*, in *Valparaiso University Law Review*, 2012

A. FERRETTI, *Solo la prova della impossibilità della prestazione libera il patronant dal risarcimento del danno*, in *Diritto e Giustizia on line*, fasc. 0, 2012

A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contratto e impresa*, 1, 2012

F. GRANDE, *L'attività di rating nel nuovo contesto regolamentare*, in *Amministrazione e finanza*, 6, 2012

I. LAMPONI, *L'(incerta) esistenza di obblighi di informazione continuativa in capo all'intermediario: l'oscillazione dei valori dei titoli e della giurisprudenza di merito*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012

A. MANAIGO-VEKIL, *The regulation of credit rating agencies in Europe and ESMA's supervisory power*, in *The Columbia Journal of European Law Online*, Vol. 18, 2012

U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012

B. MOSTACATTO, *Eliminating Regulatory Reliance on Credit Ratings: Restoring the Strength of Reputational Concerns*, in Max Planck Institute for Tax Law and Public Finance Working Paper, 2012

M. PALMIERI, *Commento all'art. 4 bis TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, F. Vella (a cura di), Torino, Giappichelli, I, 2012

M. PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012

C. PINELLI, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *Costituzionalismo.it*, 2, 2012

G. PONZARELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2012

F. ROMEO, *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla procedimentalizzazione dell'informazione*, in *La Responsabilità Civile*, 3, 2012

V. ROSS, *Credit Rating Agencies: What are the next steps?*, ESMA/2012/32, 24 January 2012

A. SANTORO, *La responsabilità da contatto sociale*, Milano, Giuffré, 2012

C. SCOGNAMIGLIO, *Tutela dell'affidamento, violazione dell'obbligo di buona fede e natura della responsabilità precontrattuale*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012

M. SPIOTTA, *La responsabilità civile del revisore legale in base all'art. 15 del d. lgs. 39/2010*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2012

E. STIGLITZ, *Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis*, in *In the Wake of the Crisis*, O. J. Blanchard, D. Romer, M. Spence e J. E. Stiglitz (a cura di), Cambridge, MIT Press, 2012

B. SZEGO e G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2012

A. TUCCI, *La responsabilità per violazione dell'obbligo di opa al vaglio della Cassazione*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 6, 2012

F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2012

A. ALIKO, *La responsabilità delle agenzie di rating da conflitto di interesse*, Luiss - Ceradi, disponibile su <http://static.luiss.it/siti/media/1/20110510-aliko%20testo%20modello%20pdf.pdf>, 2011

BCE, *European Commission's public consultation on Credit Rating Agencirs – Eurosystem reply*, February, 2011

A. BREGOLI, *La responsabilità civile degli “esperti attestatori” nell'ambito dei “piani”, degli “accordi” e dei concordati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1, 2011

C. CASTRONOVO, *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Europa e diritto privato*, I, 2011

D. CHINDEMI, *La responsabilità dell'insegnante per i danni subiti dall'alunno*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 10, 2011

M. COCUCCIO, *Responsabilità dell'insegnante per mancata protezione del minore*, in *Giustizia civile*, 12, 2011

G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, Cedam, 2011

A. DARBELLAY, F. PARTNOY, *Credit Rating Agencies under the Dodd-Frank Act*, in *Banking & Financial Services Policy Report*, Vol. 30, N. 12, December 2011

M. DE NADAI, *La nuova responsabilità dei revisori legali dei conti: criticità e disarmonie normative*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2011

F. R. FANTETTI, *Basilea 3 e la stabilità del sistema bancario finanziario internazionale*, in *La responsabilità civile*, 4, 2011

M. FRANZONI, *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 9, 2011

L. GAVAZZI, *La responsabilità della struttura sanitaria e del medico dipendente: breve excursus sulle evoluzioni giurisprudenziali che hanno caratterizzato la materia*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 12, 2011

S. HARPER, *Credit rating agencies deserve credit for 2007 – 2008 financial crisis: an analysis of CRA liability following the enactment of Dodd-Frank Act*, in *Washington and Lee Review*, 2011

C. A. HILL, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, Legal Studies Research Paper Series Research Paper No. 11-37, University of Minnesota Law School, 2011

G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, Cedam, 2011

L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Luigi Mengoni. Scritti II. Obbligazioni e negozio*, C. Castronovo, A. Nicolussi, A.



Albanese (a cura di), Milano, Giuffr , 2011

L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private “geneticamente modificate”*, in *Rivista trimestrale diritto pubblico*, 1, 2011

M. PROTTO, *La responsabilit  della p.a. per lesione di interessi legittimi come responsabilit  da “contatto” amministrativo*, in *Responsabilit  civile e previdenza*, 2011

R. SACCO, G. DE NOVA, *Le condizioni generali di contratto*, in *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, G. De Nova (a cura di), Padova, Cedam, 2011

P. SANNA, *La responsabilit  civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2011

F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilit  civile*, Padova, Cedam, 2011

C. SCARONI, *La responsabilit  delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 3, 2011

U. G. SCHROEDER, *Credit Ratings between market information and legal regulation*, JARAF, vol. 6, issue 1, 2011

J. SELIGMAN, *Key implications of the Dodd-Frank act for independent regulatory agencies*, in *Washington University Law Review*, 2011

L. ARNAUDO, *Diritto cognitivo, prolegomeni a una ricerca*, in *Politica del diritto*, n. 1, 2010

A. BENEDETTI, *Certezza pubblica e “certezze” private*, Milano, Giuffr , 2010

R. CALVI, *Expertise degli strumenti ad arco e affidamento nel prisma della responsabilità senza contratto*, in *Circolazione di modelli giurisprudenziali in Europa: il caso degli “obblighi di protezione” (un importazione utile? Dalla Germania all’Italia)*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 1, 2010

C. CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità, responsabilità e la ricerca della chance perduta*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2010

E. CHITI, *Le trasformazioni delle autorità europee*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, I, 2010

A. CIATTI, *Responsabilità del notaio e testamento invalido*, in *Circolazione di modelli giurisprudenziali in Europa: il caso degli obblighi di protezione (un’importazione – utile? – dalla Germania all’Italia)*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2010

J. COFFEE, *Rating reform: the good, the bad and the ugly*, in *Columbia Law and Economics Working Papers n. 359*, 54, 2010

Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2010

P. DAL SOGLIO, *L’azione individuale di responsabilità come reazione del creditore all’inadempimento della società, con uno sguardo sull’art. 2449 previgente*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2, II, 2010

V. DI CATALDO, *Contratti di licenza, obbligo di uso dell’invenzione e clausole restrittive della concorrenza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 3, 2010

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

M. FRANZONI, *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, M. Franzoni (a cura di), Milano, Giuffré, 2010

L. GAROFALO, *Obbligazioni senza prestazione e obbligazioni naturali*, in *Trattato delle obbligazioni*, L. Garofalo (a cura di), tomo III, Vol. I, 2010

C. A. HILL, *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?*, in *University of Pittsburgh Law Review*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1582539>, 2010

R. JONES, *The Need for a Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, in *William & Mary Business Law Review*, vol. 1, issue 1, 2010

F. MOSCONI, C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale*, vol. I, *Parte generale e obbligazioni*, V ed., Torino, Utet, 2010

M. PAGANO, P. VOLPIN, *Credit Ratings Failures and Policy Options*, in *Economic Policy*, Vol. 25, Issue 62, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1583159](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1583159), 2010

F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impresa Società*, 2010

F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 2010

A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 5, 2010

M. RONDINELLI, *Per un ripensamento della responsabilità civile dei revisori*, in *Giurisprudenza commerciale*, 4, 2010

A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Le nuove leggi civili commentate*,

2, 2010

N. SALANITRO, *Capitalizzazione e crisi economica*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010

P. SAMMARCO, *Le clausole contrattuali di esonero e trasferimento della responsabilità inserite nei termini d'uso dei servizi del web 2.0*, in *Diritto dell'informatica*, 4 – 5, 2010

L. J. WHITE, *What Should Be Done about the Credit Rating Agencies?*, disponibile su <http://w4.stern.nyu.edu>, 2010

B. BORTOLOTTI, H. S. SHIN, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in *Mercato concorrenza regole*, 1, 2009

L. BERTINO, *Le trattative prenegoziali e i terzi*, Milano, Giuffré, 2009

S. M. CARBONE, *Lo spazio giudiziario europeo in materia civile e commerciale*, Torino, Giappichelli, 2009

E. CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009

L. DE SIMONE, *Conseguenze dell'illecito: effetti restitutori e risarcimento del danno*, in *Banche, consumatori e tutela del risparmio*, S. Amorosini, A. P. G. Demarchi (a cura di), 2009

F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, Giuffré, 2009

G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, Zanichelli, 2009

G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, Il Mulino,

2009

F. FIORUCCI, *Il protesto*, Milano, Giuffr , 2009

A. FRIGNANI, PAOLO VIRANO, *Le class actions nel diritto statunitense: tentativi (non sempre riusciti) di trapianto in altri ordinamenti*, in *Diritto dell'Economia e dell'Assicurazione*, 1, 2009

A. FUSARO, *Informazioni inesatte e danno alla «reputazione» d'impresa: le variabili della responsabilit *, in *La responsabilit  civile*, 2009

M. GORGONI, *Nascituro e responsabilit  sanitaria*, in *Responsabilit  civile e previdenza*, 10, 2009

J. P. HUNT, *Credit rating agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement*, in *Columbia Business Law Review*, 2009

M. LAMANDINI, *Credit Rating Agencies (CRAs) and European Regulation*, in *European Company Law*, Vol. 6, Issue 3, 2009

H. LANGOHR, P. LANGOHR, *THE RATING Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*, Hoboken, Wiley, 2009

T. M. J. MÖLLERS, *Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law—important steps or much ado about nothing?*, in *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4, No. 4, 2009

S. OLIVIERI, *Agenzie di rating nel quadro delle misure varate per fronteggiare la crisi finanziaria, la Commissione Europea propone norme severe per regolamentare l'attività delle agenzie di rating del credito*, in *Le Societ *, n. 1, 2009

I. PARTENZA, *L'assicurazione di responsabilità civile generale*, Milano, Giuffré, 2009

F. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, Research Paper No. 09-014, University of San Diego, School of Law, July 2009, disponibile *online* all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1430608>

F. RANIERI, *Europäisches Obligationenrecht: Ein Handbuch mit Texten und Materialien*, III, Wien, Springer-Verlag, 2009

P. SAMMARCO, *I contratti dell'informatica*, in *I contratti*, III, in *Trattato di diritto civile*, N. Lipari, P. Rescigno (a cura di), Milano, Giuffré, 2009

V. SANGIOVANNI, *La responsabilità extracontrattuale della società di revisione nel caso Parmalat*, in *Corriere giuridico*, 4, 2009

A. STOPLER, *Regulation of credit rating agencies*, in *Journal of Banking & Finance*, 33, 2009

A. N. R. SY, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, *International Monetary Fund Working Paper*, 2009

H. R. VARIAN, *Microeconomia*, Venezia, Cafoscarina, 2009

F. BRUNO, A. ROZZI, *Le sezioni unite sciolgono i dubbi sugli effetti della violazione degli obblighi di informazione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 3, 2008

N. BRUTTI, *Responsabilità per danni agli investitori e scheme liability*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 9, 2008

F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID: profili sistematici*, Padova, Cedam, 2008

F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008

F. CARINGELLA, G. DE MARZO, *Manuale di diritto civile, II Le obbligazioni*, Milano, Giuffré, 2008

N. CIOCCA, *Responsabilità della banca girataria per l'incasso per il pagamento di assegno (di traenza) non trasferibile*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 5, II, 2008

D. COSKUN, *Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept*, in *Journal of Banking Regulation*, Vol. 6, 2008

M. DI RIENZO, *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale. Atti del Convegno di studi. Catania, 21 e 22 settembre 2007*, V. Di Cataldo, P. M. Sanfilippo (a cura di), Milano, Giuffré, 2008

G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), II, 2008, nonché in *Contratto e Impresa*, 1, 2008

M. GIORGETTI, *Lettera di patronage, fidejussione, mandato di credito, promessa del fatto di terzo, concessione di una linea di credito, qualificazione*, in *Rivista dottori commercialisti*, 2, 2008

P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffré, 2008

P. GIUDICI, *Private Law Enforcement in a Formalist Legal Environment: The Italian Sai-Fondiararia Case*, in *ECGI Working Paper*, 94, 2008, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1103985](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1103985)

M. GORGONI, *Dalla matrice contrattuale della responsabilità nosocomiale e professionale al superamento della distinzione tra obbligazioni di mezzo/di risultato*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 4, 2008

M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *La responsabilità civile*, n. 7, 2008

A. PEPE, *La giurisprudenza sulla responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Il corriere giuridico*, I, 2008

F. PIRAINO, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» ovvero dell'inadempimento incontrovertibile e dell'inadempimento controvertibile*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2008

C. RABITTI BEDOGNI, *L'informazione derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di rating. Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, 2008, su <http://www.uniroma1.it>

SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, consultabile online all'indirizzo <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>

P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008

L. VIOLA, *I danni cagionati dallo Stato, dalla pubblica amministrazione e dal fisco*, Matellica, Halley Editrice, 2008

U. BLAUROCK, *Control and responsibility of credit rating agencies*, in *Electronic Journal of Comparative Law*, vol. 11.3, December 2007

F. DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=991821](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991821), Università di Colonia, 2007



E. MOORE, *Rating the credibility of credit agencies*, sul *Financial Times*, 16 novembre 2007, consultabile sul sito [www.ft.com](http://www.ft.com)

A. PERRONE, *Le società di rating*, in *La società per azioni oggi*, P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo (a cura di), Milano, Giuffré, 2007

G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2, 2007

L. J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, in *Regulation*, Spring 2007

L. GUGLIELMUCCI, *Diritto Fallimentare*, Torino, Giappichelli, 2007

G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *La responsabilità civile*, 8 – 9, 2007

L. VIOLA, *Il danno ingiusto, responsabilità precontrattuale e responsabilità speciali*, Matellica, Halley, 2007

O. VON SCHWEINITZ, *Rating Agencies*, Bloomington (Indiana), Unlimited Publishing LLC, 2007

C. CASTRONOVO, *La responsabilità precontrattuale*, in *Manuale di diritto europeo*, C. Castronovo, S. Mazzamuto (a cura di), Milano, Giuffré, II, 2007

G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca borsa e titoli di credito*, II, 2007

P. GIUDICI, *Il dibattito sulla limitazione di responsabilità delle società di revisione: la prospettiva italiana*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006*, P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo (a cura di), Milano,

Giuffré, 2007

F. CARINGELLA, *Studi di diritto civile. III Obbligazioni responsabilità*, Milano, Giuffré, 2007

S. FISCHER, *Haftungsfragen des Ratings*, Hamburg, Studienreihe wirtschaftsrechtliche Forschungsergebnisse, 2007

F. RIMOLDI, *La causa quale ragione in concreto del singolo contratto*, in *I Contratti*, 7, 2007

M. BUSSOLETTI, *Revisori contabili: alle volte, più reticenze che informazione. Una risposta in cerca di smentita*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 4, 2007

P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 260; ID., *Il dibattito sulla limitazione di responsabilità delle società di revisione: la prospettiva italiana*, in *La Società per Azioni Oggi*, P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventrone (a cura di), Milano, Giuffré, 2007

A. DI MAJO, *Contratto e torto: la responsabilità per il pagamento di assegni non trasferibili*, in *Corriere Giuridico*, 2007

G. ALPA, *Gli incerti confini della responsabilità civile*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 11, 2006

C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, III ed., Milano, Giuffré, 2006

A. DI AMATO, *Informazione economica e responsabilità civile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2006

F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rassegna di diritto civile*, n. 2, 2006

F. C. DUNBAR, D. HELLER, *Fraud on the market meets behavioral finance*, in *Dalaware Journal of Corporate Law*, 31, 2006

A. FIORITTO, *Certezza pubblica*, in *Dizionario di diritto pubblico*, a cura di S. Cassese, Giuffr , Milano, 2006

V. KOTHARI, *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, Singapore, Wiley, 2006

LONDON ECONOMICS, R. EWERT, *Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regime*, Frankfurt am Main, Goethe University, disponibile sul sito [http://ec.europa.eu/internal\\_market/auditing/docs/liability/auditors-final-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/liability/auditors-final-report_en.pdf), 2006

F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, in Y. Fuchita e R.E. Litan (a cura di), *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington DC, 2006

M. C. PERCHINUNNO, *Il danno da lesione dell'affidamento suscitato dalla lettera di patronage*, in *Contratto e impresa*, 2006

A. R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in *The American Journal of Comparative Law*, vol. 54, American Law in the 21st Century: U.S. National Reports to the XVIIth International Congress of Comparative Law, Fall. 2006

G. SCORZA, *Il diritto dei consumatori e della concorrenza in internet*, Padova, Cedam, 2006

F. VELLA, «Selfregulation» e giornalismo economico, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2, 2006

L. J. WHITE, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the*

*SEC's Regulation of the Bond Rating Industry, NYU Law and Economics Research Paper No. 06-36, April 2006*

V. ZENO-ZENCOVICH, *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2, 2006

V. ZENO-ZENCOVICH, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, F. Galgano, G. Visintini (a cura di), in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, Padova, Cedam, 2006

G. ALPA, *La responsabilità oggettiva*, in *Contratto e Impresa*, 2005

G. ALPA, V. CUFFARO, V. MARICONDA, *Codice civile commentato*, Milano, Ipsoa, 2005

G. M. BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle S.p.A.*, Torino, Giappichelli, 2005

J. C. COFFEE JR., *Causation By Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in *The Business Lawyer*, 60, 2005

W. O. FISHER, *Does the efficient market theory help us do justice in a time of madness?*, in *Emory Law Journal*, vol. 54, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2294975](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2294975), 2005

M. B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Journal of Corporate Law*, 31, 2005

M. B. FOX, *Demistifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Business Lawyer*, 60, February, 2005

M. B. FOX, *Understanding Dura*, in *The Business Lawyer*, 60, 2005

B. MUKHOPADHYAY, *Existence of Solicited Unsolicited Ratings*, Management Development Institute, Gurgaon 122001, India, disponibile su [http://www.researchgate.net/publication/228435553\\_Existence\\_of\\_Solicited\\_Unsolicited\\_Ratings/file/5046351ed1e2f85dfd.pdf](http://www.researchgate.net/publication/228435553_Existence_of_Solicited_Unsolicited_Ratings/file/5046351ed1e2f85dfd.pdf), March, 2005

W. P. H. POON, M. FIRTH, *Are Unsolicited Credit Ratings Lower? International Evidence From Bank Ratings*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, November/December 2005

K. ROTTER, T. KREMER, *Anlegerschutz und Rating*, in *Rechtsfragen im Rating. Grundlagen und Implikationen von Ratings für Agenturen, Investoren und geratete Unternehmen*, A. K. Achleitner, O. Everling (a cura di), Wiesbaden, Gabler Verlag, 2005

M. TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contratto e impresa*, 2005

V. ZENO-ZENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2005

G. ALPA, *La lesione di interessi legittimi: poche certezze, molti dubbi*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2004

R. BARBANERA, *La responsabilità da contatto sociale approda anche tra i notai*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 1, 2004

E. BARCELLONA, *Informazione (obbligatoria e volontaria) al mercato e la tutela dell'investitore*, Relazione al XXXVII Convegno AIDA – Sezione Piemonte – Valle d'Aosta dal titolo “*Informazione al mercato. Responsabilità, tutela dell'investitore ed assicurazione del rischio*”, novembre 2004

G. BARILLÀ, *Il Garantievertrag nella teoria e nella prassi tedesca*, in

*Annuario di diritto tedesco*, 2004

I. CARASSALE, *Danno cagionato dall'incapace a sé medesimo: dal torto al contratto, sempre nell'ottica del risarcimento*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, I, 2004

M. C. CAVALLARO, *Potere amministrativo e responsabilità civile*, Torino, Giappichelli, 2004

M. CINGOLANI, S. PECORA, *Omessa diagnosi di malformazioni fetali e categorie di danno: il punto di vista della Corte di Cassazione*, in *Diritto di famiglia*, 2004

R. FRAU, *Brevi note in tema di benefondi e di informazioni bancarie*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2004

A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Rivista di diritto privato*, 2004

C. A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 2004

G. HOHLOCH, *La codificazione degli obblighi di protezione e della responsabilità per culpa in contrahendo*, in *La riforma dello Schuldrecht tedesco: un modello per il futuro diritto europeo delle obbligazioni e dei contratti?*, G. Cian (a cura di), Padova, Cedam, 2004

N. LINCIANO, *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2004

M. MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Roma, Edizioni del Mondo giudiziario, 2004

T. M. MÖLLERS, *The Progress of German Information Disclosure Requirements: A Comparative Law Prospective in Light of Recent Developments in European Capital Markets Law*, in *North Carolina Journal International Law & Commercial Regulation*, Vol. 30, 2004

A. PALMIERI, *Liceità della clausola di beneficio di cambio nel contratto di assicurazione*, in *I Contratti*, 8 – 9, 2004

F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffré, 2004

G. VARANESE, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004

E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, Torino, Giappichelli, 2003

C. CASTRONOVO, *La responsabilità civile in Italia al passaggio del millennio*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2003

T. DI MARCELLO, *La responsabilità delle società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 4, 2003

M. B. FOX, A. DURNEV, R. MORCK, B. YEUNG, *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: the New Evidence*, in *Michigan Law Review*, 102, 2003

M. GORGONI, *Il contratto tra la gestante ed il ginecologo ha effetti protettivi anche nei confronti del padre*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2003

M. GUERNELLI, *Il commercio elettronico e la firma digitale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1, 2003

C. A. HILL, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, in *Connecticut Law Review*, vol. 35, 2003

T. LOMASCOLO, *Revisione volontaria e responsabilità extracontrattuale della società di revisione*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2003

R. MARAZZI, *Note in tema di contratto per persona da nominare e di responsabilità delle società di revisione contabile*, in *Giurisprudenza italiana*, 2003

A. MESSUTI, *Le lettere di patronage*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6, 2003

E. MOSCATI, *I rimedi contrattuali a favore dei terzi*, in *Rivista di diritto civile*, 4, 2003

P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, ESI, 2003

A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffré, 2003

W. P. H. POON, *Are unsolicited credit ratings biased downward?*, in *Journal of Banking & Finance*, 2003

P. SIRACUSANO, *La nuova (e «vera») svolta della Cassazione sulla c.d. risarcibilità dell'interesse legittimo: i doveri di comportamento della pubblica amministrazione verso la logica garantistica del rapporto*, in *Foro amministrativo CDS*, 2, 2003

N. BARBERIS, R. THALER, *A Survey of Behavioural Finance*, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=327880](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=327880), 2002



S. F. BONETTI, *La tutela dei consumatori nei contratti gratuiti di accesso ad internet: i contratti dei consumatori e la privacy tra fattispecie giuridiche e modelli contrattuali italiani e statunitensi*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 6, 2002

A. CORNOLÒ, *La responsabilità da status professionale nel settore bancario*, in *Magistra, Banca e Finanza*, 2002

G. D'ALFONSO, *Responsabilità da prospetto informativo. Confronto tra evoluzione legislativa ed elaborazione giurisprudenziale e dottrinale nel sistema italiano e tedesco*, Napoli, ESI, 2002

P. HUBER, F. FAUST, *Schuldrechtsmodernisierung, Einführung in das neue Recht*, München, Beck Verlag, 2002

B. S. MARKESINIS, H. UNBERATH, *The German Law of Torts. A comparative Treatise*, IV Ed., Oxford and Portland, Oregon, Hart Publishing, 2002

F. PANOZZO, *Prefazione*, in *La società dei controlli*, M. Power (di), Torino, Einaudi, 2002

V. SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danni a terzi*, in *Società*, 2002

M. SCHWAB, *Grundfälle zur culpa in contrahendo, Sachwalterhaftung und Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte nach neuem Schuldrecht*, in *Jus*, 2002

S. L. SCHWARCZ, *Private ordering of public market: the rating agency paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002

V. ZENO-ZENCOVICH, G. B. SANDICCHI, *L'economia della conoscenza ed i suoi riflessi giuridici*, in *Diritto dell'informazione*, 2002

V. ZENO ZENCOVICH, *L'economia della conoscenza ed i suoi riflessi giuridici*, in *Diritto dell'informatica*, 2002

G. ALPA, *L'armonizzazione del diritto comunitario dei mercati finanziari nella prospettiva della tutela del consumatore*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2001

S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto e impresa*, 2001

G. P. CIRILLO, *Danno da illegittimità dell'azione amministrativa e giudizio risarcitorio. Profili sostanziali e processuali*, Padova, Cedam, 2001

F. PARTNOY, *The paradox of Credit Rating*, in University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper No. 20, consultabile su <http://papers.ssrn.com/abstract=285162>, 2001

P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Rivista di diritto civile*, 2, 2001

I. TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2, 2001

S. VERZARO, *L'azione di risarcimento del danno verso la pubblica amministrazione. Il "contatto" amministrativo convince il Consiglio di Stato: effetti sulla prova della colpa dell'amministrazione*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2001

S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, ESI, 2000

F. D. BUSNELLI, *Dopo la sentenza n. 500. La responsabilità civile oltre "il muro" degli interessi legittimi*, in *Rivista diritto civile*, I, 2000

F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità e autonomia delle autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla “risarcibilità degli interessi legittimi”*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1, 2000

M. CONTE, *Responsabilità della società di revisione in caso di revisione volontaria nell’ambito di una due diligence*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2000

S. FOIS, *Informazione e diritti costituzionali*, in *Diritto dell’informazione e dell’informatica*, 2000

S. MULLAINATHAN, R. THALER, *Behavioural Economics*, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Working Paper Series, 2000

G. SORICELLI, *Appunti su una “svolta epocale” in merito ad un’interpretazione costituzionalmente orientata sulla pari dignità tra diritto soggettivo ed interesse legittimo: una decisione a futura memoria?*, in *Foro Amministrativo*, 2, 2000

H. STOLL, *Il contratto e i terzi*, in *Annuario di diritto tedesco*, S. Patti (a cura di), Milano, Giuffré, 2000

G. ALPA, *Il révirement della Corte di Cassazione sulla responsabilità per la lesione di interessi legittimi*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 4-5, 1999

G. ALPA, *La causa e il tipo*, in *Trattato dei contratti*, P. Rescigno (diretto da), Torino, Utet, 1999

G. ALPA, M. SANINO, P. STELLA RICHTER, *Prime riflessioni sulla sentenza n. 500 del 1999 delle Sezioni Unite della Cassazione relativa alla risarcibilità della lesione degli interessi legittimi*, in *Giustizia civile*, 10, 1999

M. BERTOLISSI, *Osservazioni a Cass., Sez. un., n. 500/1999*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, II, 1999

W. C. CANARIS, *Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten*, in *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, 1999

A. DIMAJO, *L'obbligazione senza prestazione approda in Cassazione*, in *Il corriere giuridico*, 4, 1999

C. J. H. JANSEN, A. J. VAN DER LELY, *Haftung für Auskünfte; ein Vergleich zwischen englischem, deutschem und niederländischem Recht*, in *Zeitschrift für europäisches privatrecht*, 1999

R. A. MASHELKAR, *Economics of knowledge*, in *Current Science*, vol. 77, 2, 25, disponibile su [http://www.currentscience.ac.in/Downloads/article\\_id\\_077\\_02\\_0223\\_0229\\_0.pdf](http://www.currentscience.ac.in/Downloads/article_id_077_02_0223_0229_0.pdf), luglio 1999

L. MARI, *Il diritto processuale civile della Convenzione di Bruxelles*, vol. I, *Il sistema della competenza*, Padova, Cedam, 1999

D. MEDICUS, *Bürgerliches Recht*, München, Beck Verlag, 1999

P. G. MONATERI, *Il Tort da illegittimo esercizio della funzione pubblica*, in *Danno e responsabilità*, 1999

M. R. MORELLI, *Le fortune di un obiter dictum: crolla il muro virtuale della irrisarcibilità degli interessi legittimi*, in *Giustizia civile*, 9, 1999

V. PARISIO, *Primi brevissimi spunti di riflessione in tema di risarcimento del danno per violazione di interessi legittimi alla luce della sentenza della Cass., Sez. Un., Civ. n. 500 del 1999*, in *Rivista giuridica edilizia*, 6, 1999

F. PARTNOY, *The Siskel and Erbert of financial markets?: two thumbs*

*down for the credit rating agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, 1999

A. ROSSI, *Spunti sulla nuova disciplina della revisione contabile*, in *Le Società*, 1999

F. G. COCA, *Per un'amministrazione responsabile*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 1999

M. AMBROSOLI, *La tutela dei dati personali e la responsabilità civile*, in *Rivista di diritto privato*, 1998

W. C. CANARIS, *Die Haftung des Sachverständigen zwischen Schutzwirkung für Dritte und Dritthaftung aus culpa in contrahendo*, in *Juristenzeitung*, 1998

C. CASTRONOVO, *Responsabilità civile per la pubblica amministrazione*, in *Jus*, 1998

H. KOZIOL, F. D. BUSNELLI *Unification of Tort Law: wrongfulness*, Kluwer Law International, 1998

H. P. MANSEL, *L'immaterialità e l'ubiquità dell'informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità dell'informazione*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno. Responsabilità e tutela dei diritti*, Milano, Giuffré, 1998

C. CASTRONOVO, *Profili della responsabilità medica*, in *Vita notarile*, 1997

D. MESSINETTI, *Danno giuridico*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffré, 1997

C. SCOGNAMIGLIO, *Ancora sulla responsabilità della banca per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Banca borsa e titoli di*

*credito*, II, 1997

J. EKKENGA, *Die Fahrlässigkeitshaftung des Jahresabschlussprüfers für Insolvenzschäden Dritter*, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1996

C. GASPARINO, *S&P to Issue Unsolicited Bank Ratings*, in *The Wall Street Journal*, November 22, 1996

D. C. LANGEVOORT, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, in *Arizona Law Review*, 38, 1996

P. VALENSISE, *La responsabilità delle società di revisione. Prime considerazioni dopo le prime pronunzie giurisprudenziali*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 1996

M. AMBROSOLI, *Il motivo tra vizi del consenso e causa del contratto*, in *I contratti*, 4, 1995

G. ALPA, M. BESSONE, V. CARBONE, *Atipicità dell'illecito*, Milano, Giuffré, IV, 1995

W. BAYER, *Der Vertrag zugunsten Dritter*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1995

R. CALDARONE, G. TUCCI, *La responsabilità nell'esercizio dell'attività di revisione e certificazione del bilancio: prime pronunce della giurisprudenza e tendenze evolutive*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, 1995

W. C. CANARIS, *Schutzwirkungen zugunsten Dritter bei «Gegenläufigkeit» der Interessen*, in *Juristenzeitung*, 1995

C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di L. Mengoni (AA. VV.)*, Milano, Giuffré, I, 1995

N. L. GEORGAKOPOULOS, *Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Markets: the Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, in *University Miami of Law Review*, 49, 1995

C. SCOGNAMIGLIO, *Sulla responsabilità dell'impresa bancaria per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Giurisprudenza italiana*, IV, 1995

P. GOTTWALD, *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, 2, *Schuldrecht. Allgemeiner Teil*, 3<sup>a</sup> ed., München, C. H. Beck, 1994

A. GUARNIERI, *Meritevolezza dell'interesse*, in *Digesto civile*, XI, Torino, Utet, 1994

V. ZENO ZENCOVICH, *Il danno al nascituro*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 1994

F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari. L'esperienza francese, inglese e italiana*, Giuffré, Milano, 1993

C. T. EBENROTH, T. J. DILLON JR, *The international rating game: an analysis of the liability of rating agencies in Europe, England, and the United States*, in *Law and Policy in International Business*, 24.3, Spring 1993

F. GIARDINA, *Responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale. Significato attuale di una distinzione tradizionale*, Milano, Giuffré, 1993

L. BIGLIAZZI GERI, U. BRECCIA, F. D. BUSNELLI, U. NATOLI, *Diritto civile. Obbligazioni e contratti*, Torino, Utet, 1992

C. DICKES, *Der Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte in den Fällen*

*der Auskunftshaftung*, Johannes Gutenberg-Universität, Mainz, 1992

F. FERRARI, *Atipicità dell'illecito civile – Una comparazione*, Milano, Giuffré, 1992

A. MIRANDA, *The negligence's saga: irragionevolezza ed ingiustizia del danno nel risarcimento delle pure economic losses*, in *Rivista di diritto civile*, 1992

A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, Padova, Cedam, 1992

C. ANGELICI, *Rapporti contrattuali di fatto*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma, 1991

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

D. CARUSI, *Responsabilità del medico ed obbligazioni di mezzi*, in *Rassegna di diritto civile*, 1991

R. DAMM, *Entwicklungstendenzen der Expertenhaftung. Vermögensschutz und Drittschutz auf dem Markt für sachkundige Informationen*, in *Juristenzeitung*, 1991

G. G. MOGLIA, R. RISTUCCIA, *Giornali, correttezza dell'informazione finanziaria e tutela del mercato*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 1991

V. ZENO-ZENCOVICH, *Considerazioni sul danno da protesto illegittimo*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 4, 1991

C. ANGELICI, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffré, 1990



- C. M. BIANCA, *L'obbligazione*, *Diritto civile*, Milano, Giuffrè, IV, 1990
- C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, XXI, 1990
- C. MIRABILE, *Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false o errate informazioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 1990
- A. SHLEIFER, L. H. SUMMERS, *The Noise Trader Approach to Finance*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, N. 2, Spring 1990
- C. W. CANARIS, *Täterschaft und Teilnahme bei culpa in contrahendo*, in *Festschrift Hans Giger*, Bern, 1989
- M. LUCIANI, *La libertà di informazione nella giurisprudenza costituzionale italiana*, in *Politica del diritto*, 1989
- B. SCHMITZ, *Die Vertragshaftung des Wirtschaftsprüfers und Steuerberaters gegenüber Dritten*, in *Der Betrieb*, 1989
- P. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, VIII, Milano, Giuffrè, 1989
- V. CUFFARO, *Responsabilità precontrattuale*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1988
- G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, in *Giurisprudenza commerciale*, 4, 1988
- V. PIETROBON, *Affidamento*, in *Enciclopedia giuridica*, Roma, Treccani, I, 1988

C. SALVI, *Responsabilità extracontrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. Dir.*, Milano, Giuffré, 1988

G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, Giuffré, 1987

B. GRUNEWALD, *Die Haftung des Experten für seine Expertise gegenüber Dritten*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 187, 1987

K. LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, II*, München, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1987

F. BLACK, *Noise*, in *The Journal of Finance*, Vol. XLI, N. 3, July 1986

G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, Giuffré, 1986

G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto delle banche*, Milano, Giuffré, 1986

M. BUSSOLETTI, *La società di revisione*, Milano, Giuffré, 1985

S. FORTUNATO, *La certificazione di bilancio*, Napoli, Jovene, 1985

M. H. MILLON e A. V. THANKOR, *Moral Hazard and Information Sharing: A model of Financial Information Gathering Agencies*, in *Journal of Finance*, vol. 40, No. 5, 1985

A. ROSSI, *Revisione contabile e certificazione obbligatoria*, Milano, Giuffré, 1985

C. M. BIANCA, *Diritto Civile*, Milano, Giuffré, III, 1984

B. BLACK, *Fraud on the market: a criticism of dispensing with reliance requirements in certain open market transaction*, in *North Carolina Law*

*Review*, 62, 1984

L. DE MAURI, *Regulae juris*, Milano, Hoepli, 1984

D. W. DIAMOND, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in *Review of Economics Studies*, vol. 51, Issue 3, 1984

R. J. GILSON, R. H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, *Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation*, May, 1984

M. SANTARONI, *La responsabilità del revisore*, Milano, Giuffré, 1984

K. VON GIERKE, *Die Dritthaftung des Rechtsanwalts Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum amerikanischen und deutschen Recht unter Berücksichtigung der Rechtslage in England*, Juristischer Fachbuchhandlung GmbH, Essen, 1984

C. W. CANARIS, *Norme di protezione, obblighi di traffico, doveri di protezione*, in *Rivista critica di diritto privato*, 1983

K. J. HOPT, *Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsausgleich. Zur Theorie und Dogmatik des Berufsrechts und der Berufshaftung*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 183, 1983

P. ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri dell'intermediario*, in *Informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi: Venezia 5-6-7 novembre 1981*, AA. VV. (a cura di), Milano, Giuffré, 1982

G. B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi: Venezia 5-6-7 novembre 1981*, AA. VV. (a cura di), Milano, Giuffré, 1982

R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, P. Rescigno (diretto da), Torino, Utet, X, 1982

J. KÖNDGEN, *Selbstbindung ohne Vertrag: zur Haftung aus geschäftsbezogenen Handeln*, Tubinga, Mohr, 1981

G. RAO TORRES, *La responsabilità per falsa informazione nei rapporti fra banche*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 1980

C. VON BAR, *Verkehrspflichten: Richterliche Gefahrsteuerungsgebote im deutschen Deliktsrecht*, C. Heymann, Köln-Berlin-Bonn-München, 1980

G. ALPA, *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, Jovene, 1979

G. ALPA, *Lesione della reputazione economica e circolazione di notizie inesatte*, in *Responsabilità civile e previdenza sociale*, 6, 1979

G. B. FERRI, *Ancora in tema di meritevolezza dell'interesse*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 1979

S. LAMMEL, *Zur Auskunftshaftung*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 179, 1979

M. BESSONE, *Dal principio di tutela dell'affidamento all'amministrazione giudiziale dei rischi contrattuali*, in *Foro padano*, IV, 1978

K. HUBER, *Verkehrspflichten zum Schutz fremden Vermögens*, in *Festschrift für Ernst von Caemmerer*, Geburtstag, Tübingen, 1978

M. C. JENSEN, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, N. 2/3, 1978

F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le Operazioni Bancarie*, G. B. Portale (a cura di), I, Milano, Giuffré, 1978

G. ALPA, *Diffusione di informazioni economiche e problemi di responsabilità civile*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1977

G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Rivista notariato*, 1977

E. BONVICINI, *La responsabilità civile per fatto altrui*, Milano, Giuffré, 1976

C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976

HONSELL, *Probleme der Haftung für Auskunft und Gutachten*, in *Jus*, 1976

R. NOBILI, M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, Giuffré, 1975

R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile italiano*, F. Vassalli (a cura di), Torino, Utet, 1975

G. VON HOYNIGEN-HUENE, *Zur Haftung des Versteigerers und Sachverständigen*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1975

M. BESSONE, *Responsabilità per negligence e teoria dell'illecito nel caso Donaghue v. Stevenson in prospettiva storica*, in *Rivista trimestrale diritto processuale civile*, I, 1974

H. BRAVERMAN, *Labour and Monopoly Capital. The Degradation of Work in the Twentieth Century*, in *Monthly Review Press*, 1974

G. GILMORE, *The death of contract*, Columbus, Ohio State University Press, 1974

H. J. MUSIELAK, *Haftung für Rat, Auskunft und Gutachten*, Berlin, de Gruyter, 1974

W. LORENZ, *Das problem der Haftung für primäre Vermögensschäden bel der Erteilung einer unrichtger Auskunft*, in *Festschrift für Karl Larenz*, K. Larenz, U. Diederichsen, C. W. Canaris, G. Paulus (a cura di), München, C. H. Beck, 1973

F. D. BUSNELLI, *Un clamoroso “revirement” della Cassazione: dalla questione “Superga” al “caso Meroni”*, in *Foro Italiano*, I, 1971

W. C. CANARIS, *Die Vertrauenshaftung im Deutschen Privatrecht*, München, Beck Verlag, 1971

G. CIAN, *La virata della Cassazione sulla tutela aquiliana del credito (dal caso di Superga al caso Meroni)*, in *Rivista di diritto civile*, 1971

A. DE CUPIS, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario al Codice Civile*, A. Scialoja, G. Branca (a cura di), Bologna, Zanichelli, 1971

G. B. FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 1971

G. VISINTINI, *Ancora sul “caso Meroni”*, in *Giurisprudenza Italiana*, 1971

C. A. AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3., 1970

G. PALERMO, *Funzione illecita ed autonomia privata*, Milano, Giuffré, 1970

P. TRIMARCHI, *Illecito (diritto privato)*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffré, 1970

P. TRIMARCHI, *Sul significato economico dei criteri di responsabilità contrattuale*, in *Rivista trimestrale procedura civile*, 1970

H. BERG, *Drittschadenliquidation und Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*, in *Monatsschrift für Deutsches Recht*, 1969

E. F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, Blackwell Publishing, 1969

H. LOCHER, *Die Haftung für Expertisen*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1969

G. RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, Giuffré, 1969

R. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale*, in *Novissimo Digesto Italiano*, Torino, Utet, XV, 1968

S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, Giuffré, 1967

M. BESSONE, *Errore comune e affidamento nella disciplina del contratto*, in *Foro italiano*, I, 1966

G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, Giuffré, 1966

C. W. CANARIS, *Ansprüche wegen «positive Vertragsverletzung» und «Schutzwirkung für Dritte» bei nichtigen Verträgen*, in *Juristenzeitung*, 1965

R. NICOLÒ, S. RODOTÀ, *La lesione degli interessi legittimi e la responsabilità civile*, in *Atti del convegno nazionale sull'ammissibilità del risarcimento del danno patrimoniale derivante da lesione di interessi legittimi*,

Milano, Giuffré, 1965

L. RICCA, *Sui cosiddetti rapporti contrattuali di fatto*, Milano, Giuffré, 1965

F. BENATTI, *Osservazioni in tema di «doveri di protezione»*, Milano, Giuffré, 1964

F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, Giuffré, 1963

G. BRANCA, *Locazione di autoveicoli e attività pericolose*, in *Foro italiano*, I, 1962

G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, Cedam, 1961

P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, Giuffré, 1961

F. BYDLINSKI, *Vertragliche Sorgfaltspflichten zugunsten Dritter*, in *Juristische Blätter*, 1960

A. STOPPANI, *Certificazione*, in *Enciclopedia del diritto*, VI, Milano, Giuffré, 1960

R. SACCO, *Affidamento*, in *Enciclopedia del Diritto*, Milano, Giuffré, I, 1958

K. LARENZ, *Anmerkung a Bundesgerichtshof, 25 aprile 1956*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1956

L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Rivista del diritto commerciale*, 9 – 10, 1956

G. GORLA, *Il contratto*, Milano, Giuffré, 1954



L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (Studio critico)*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 1954

F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, Milano, Giuffr , 1952

K. BALLERSTEDT, *Zur Haftung für culpa in contrahendo, bei Gesch ftsabschlu  durch Stellvertreter*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 151, 1951

G. GENTILE, *Responsabilit  per l'esercizio di attivit  pericolose*, in *Responsabilit  civile e previdenza*, 1950

T. BRAISIELLO, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario del Codice Civile*, M. D'Amelio, E. Finzi (a cura di), Firenze, Barbera, 1949

H. DOLLE, *Assergesetzliche Schutzpflichten*, in *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 1943

G. HAUPT, * ber faktische Vertragsverh ltnisse*, Leipzig, Leipziger rechtswissenschaftliche Studien, 1941

R. W. HIDY, *Credit rating before Dun and Bradstreet*, in *Business Historical Society. Bulletin of the Business Historical Society (pre-1986)*, 1939

D. RUBINO, *La fattispecie e gli illeciti preliminari*, Milano, Giuffr , 1939

C. FERRINI, *Illecito*, in *Nuovo Digesto Italiano*, Torino, Utet, 1938

H. STOLL, *Vertrag und Unrecht*, 2, Tübingen, Halbb nde, 1936

H. STOLL, *Abschied von der Lehre von der positiven Vertragsverletzung Vertragsverletzung. Betrachtungen zum dreißigj hrigen*

*Bestand der Lehre*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 136, 1932

G. FAGGELLA, *I periodi precontrattuali e la responsabilità precontrattuale*, Roma, 1918

L. MOSSA, *La responsabilità del mandatario per consiglio*, in *Rivista di diritto commerciale*, II, 1916

G. FAGGELLA, *Il fondamento giuridico della responsabilità in tema di trattative contrattuali*, in *Archivi Giuridici*, LXXXII, 1909

G. FAGGELLA, *Dei periodi precontrattuali e della loro vera ed esatta costruzione scientifica*, Studi giuridici in onore di C. Fadda, III, Napoli, 1906

A. DI NOLA, *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, in *Rivista del diritto commerciale*, Piccin, 1904

F. SAVOJA DI CANGIANO, *Guida pratica di Torino e dintorni e della esposizione generale italiana*, Torino, Camilla e Bertolero, 1884

R. VON JHARING, *Culpa in contrahendo oder schadenersatz bei nichtigen oder nicht zur perfektion gelangten vertragen*, in *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*, IV, consultabile, altresì, sul sito <http://dlib-zs.mpiet.mpg.de/pdf/2084719/04/1861/20847190418610005.pdf>, 1861

### **GIURISPRUDENZA (ITALIANA)**

Tribunale di Torino, 10 giugno 2014, n. 4208, G.U. Dott. Liberati, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Consiglio di Stato, sez. III, 09 giugno 2014, n. 2896, *F.S.F.S. s.r.l. ed altro c. Ministero salute e altro ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 6, 2014

Consiglio di Stato, sez. III, 05 giugno 2014, n. 2867, *M. ed altro ed altro c. Azienda ospedaliera B.M.M. ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 6, 2014

Tribunale di Bologna, 3 giugno 2014, G.U. Dott.ssa Sbariscia, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Cassazione civile, sez. I, 28 maggio 2014, n. 11904, *Fondiarria S.A.I. s.p.a. c. P.N.*, in *Diritto & Giustizia*, 9 maggio 2014

Cassazione civile, sez. III, 23 maggio 2014, n. 11522, *Baroncini c. Casa Cura Anna Spa ed altri*, in *Giustizia civile massimario*, 2014

Cassazione civile, sez. III, 22 maggio 2014, n. 11363, *P.C. e altri c. Centro radiologico diagnostica nobiliare s.r.l. e altri*, in *Diritto e giustizia*, 2014

Cassazione civile, sez. II, 12 maggio 2014, n. 10272, *A. V. c. Vermat S.r.l.*, in *Diritto & Giustizia*, 2014

Consiglio di Stato, sez. III, 29 aprile 2014, n. 2202, *C.s.a.s. ed altro c. A.S.L. Na/3 ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 4, 2014

Cassazione civile, sez. IV, 17 aprile 2014, n. 8940, *Asl Novara c. Agazzone ed altri*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014

Tribunale di Perugia, 16 aprile 2014, *G. M. c. Dott. R. B. e altri*, sul sito [terni.unipg.it](http://terni.unipg.it)

Cassazione civile, sez. I, 10 aprile 2014, n. 8458, *Fall. Donati s.r.l. c. P.E. e altro*, in *Diritto & Giustizia*, 11 aprile 2014

TAR Catania (Sicilia), sez. I, 10 aprile 2014, n. 1064, *A.M. ed altro c. Comune di Rometta ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 4, 2014

TAR Napoli (Campania), sez. IV, 10 aprile 2014, n. 2061, *F.I. ed altro c. Ministero*

*istruzione, università e ricerca ed altro ed altro*, in *Redazione Foro amministrativo*, 4, 2014

Cassazione civile, sez. III, 4 aprile 2014, n. 7909, *Ministero della Difesa c. Russo ed altri*, in *Giustizia civile massimario*, 2014

Tribunale di Udine, 1 aprile 2014, n. 558, G.U. Dott.ssa Zuliani, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Tribunale di Milano, 15 marzo 2014, G.U. Dott. Stefani, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Corte di Appello di Roma, sez. I, 12 marzo 2014, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2014

Tribunale di Monza, 24 febbraio 2014, n. 605, G.U. Dott.ssa Mariconda, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Tribunale di Firenze, 20 febbraio 2014, n. 587, G.U. Dott. Delle Vergini, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Consiglio di Stato, sez. V, 13 gennaio 2014, n. 63, *Soc. V. c. Com. Galatone*, in *Il Foro Amministrativo TAR*, 1, 2014

Cassazione civile, sez. III, 12 dicembre 2013, n. 27855, *B.M. e altro c. M.A. e altro*, in *Diritto e giustizia online*, 2013

Tribunale di Monza, 10 dicembre 2013, G.U. Dott. Albanese, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Tribunale di Roma, 25 novembre 2013, G.U. Dott. Scerrato, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Tribunale di Pordenone, 8 novembre 2013, n. 898, G.U. Dott. Gasparini, disponibile

su [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Cassazione civile, sez. VI, 24 settembre 2013, n. 21802, *Curatela fallimento Imperatrice Di Puglia Srl c. Imperatrice di Puglia Srl*, in *Giustizia civile massimario*, 2013

Cassazione civile, sez. III, 17 settembre 2013, n. 21255, *Soc. Fininvest c. Soc. CIR*, in *Responsabilità civile e previdenza*, I, 2014

Consiglio di Stato, sez. IV, 04 settembre 2013, n. 4452, *Min. economia c. Soc. G. e altro*, in *Il Foro Amministrativo C.d.S.*, 9, 2013

Tribunale di Milano, sez. VI, 11 luglio 2013, n. 6324, *L.C.C. c. Banca Monte Paschi di Siena*, disponibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2013, n. 17573, *P.D.F. c. Az. Ospedaliera Pisana*, in *Diritto e giustizia online*, 2013

Cassazione civile, sez. III, 29 maggio 2013, n. 13434, *Zecca c. Dell'Anna ed altro*, in *Giustizia Civile*, 7 – 8, I, 2013

TAR Campania (Napoli), sez. IV, 22 maggio 2013, n. 2641, *S.G. c. Università degli studi Federico II di Napoli ed altro*, in *Foro amministrativo TAR*, 5, 2013

Cassazione civile, sez. III, 15 maggio 2013, n. 11751, *Ministero dell'istruzione c. Z.C. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2013

TAR Puglia (Lecce), sez. I, 05 aprile 2013, n. 764, *Soc. S. c. Reg. Puglia e altro*, in *Il Foro amministrativo TAR*, 4, 2013

Tribunale Trapani, 03 aprile 2013, Est. Lunella Caradonna, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Consiglio di Stato, sez. V, 27 marzo 2013, n. 1833, *Comune di Treviso c. Soc. Il*

*Sestante coop.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2013

Tribunale di Rimini, 27 marzo 2013, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Treviso, 14 marzo 2013, G.U. Dott. Fabbro, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Cassazione civile, sez. III, 26 febbraio 2013, n. 4802, *Soc. Effegi immob. c. Soc. Limoni*, in *Guida al diritto*, 19, 2013

Cassazione civile, sez. III, 26 febbraio 2013, n. 4792, *O.F. c. Soc. Villa Santa Maria casa di cura e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 2013

Cassazione civile, sez. III, 13 febbraio 2013, n. 3579, *Soc. Rigamonti c. Donati*, in *Foro italiano*, 4, I, 2014, col. 1234

Tribunale di Roma, 11 gennaio 2013, n. 489, G.U. Dott. Cardinali, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Tribunale di Firenze, sez. II, 21 novembre 2012, in *Rivista italiana medicina legale e diritto sanitario*, 2, 2013

Tribunale di Torino, 20 novembre 2012, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Cassazione civile, sez. II, 16 novembre 2012, n. 20216, *Studio Peroni s.r.l. c. B.M. Nautica s.r.l.*, in *Diritto e Giustizia online*, 2012

Tribunale di Verona, 15 novembre 2012, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Cassazione civile, sez. III, 2 ottobre 2012, n. 16754, Rel. Travaglino, *O. G. c. INA Assitalia S.p.A.*, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013

Cassazione Civile, sez. I, 19 ottobre 2012, n. 18039, *Gallotta c. Banca pop. Lodi*, in *Giustizia civile massimario*, 10, 2012

Cassazione Civile, sez. III, 25 settembre 2012, n. 16259, *Copma S.r.l. c. Unicredit Management Bank S.p.A.*, in *Diritto e Giustizia on line*, 26 settembre 2012

Tribunale di Lecce, sez. I, 11 settembre 2012, n. 1959, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2013

Tribunale di Bari, sez. IV, 04 settembre 2012, n. 2733, *La. Ra. c. La. Gi.*, in *Giurisprudenzabarese.it*, 2013

Cassazione civile, sez. I, 10 agosto 2012, n. 14400, G. Rel. R. Rordorf, *M. S. c. Soc. La Fondiaria SAI Assicurazioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5, 2013

Corte d'Appello di Palermo, 17 luglio 2012, in *Banca borsa titoli di credito*, 2, 2014

Cassazione Civile, sez. III, 26 giugno 2012, n. 10646, *P. c. Casinò municip. di Campione d'Italia*, in *Giustizia civile massimario*, 6, 2012

TAR Campania (Napoli), sez. VIII, 5 giugno 2012, n. 2646, *B.L. S.r.l. c. Comune di Napoli*, in *Foro amministrativo TAR*, 6, 2012

Cassazione Civile, sez. I, 28 maggio 2012, n. 8451, *Bruno c. Aspra Finance s.p.a.*, in *Guida al diritto*, 2012

Cassazione civile, SS. UU., 22 maggio 2012, n. 8076, *Soc. S. e altro c. M. Inc. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2013

Corte appello di Trieste, 11 maggio 2012, *T. e altro c. Soc. Banca pop. Friuladria*, in *Foro padano*, n. 1, 2013

Tribunale di Genova, 26 aprile 2012, Dott. Spera, consultabile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it)

Tribunale di Bari, 16 aprile 2012, n. 1308, *Pr. Vi. c. Asl Policlinico Bari*, in

Giurisprudenzabarese.it, 2012

TAR Calabria (Catanzaro), sez. II, 10 aprile 2012, n. 358, *Soc. M. T. S.p.A. c. Comune di Scalea*, *Redazione Giuffrè*, 2012

Cassazione Civile, sez. III, 20 marzo 2012, n. 4382, *Montana del Turano c. Soc. General Sweet Company*, in *Foro italiano*, 6, I, 2012

Tribunale di Como, II sez., 07 marzo 2012, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, Sez. I, G.U. Raschellà, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 1, II, 2013

Cassazione Civile, SS.UU., 21 febbraio 2012, n. 2926, *Jpmorgan Chase Bank National Association c. Com. Milano e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 2, 2012

Cassazione civile, sez. III, 8 febbraio 2012, n. 1769, *Q. c. Ministero P.I. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 5, 2012

Tribunale di Roma, sez. I, 17 gennaio 2012, n. 835, *Dall'Angelo c. Cons. Patti Chiari e altro*, in *Giurisprudenza commerciale*, 3, 2013

Cassazione civile, sez. I, 27 dicembre 2011, n. 28835, *Gagliardini e altro c. Banca Sicilia e altro*, in *Giustizia civile*, 7 – 8, I, 2012

Cassazione Civile, sez. I, 20 dicembre 2011, n. 27648, *C. c. Ministero della Giustizia*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012

Cassazione Civile, sez. I, 21 novembre 2011, n. 24438, *C.M. c. ASI di Catania*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 6, 2012

Tribunale di Prato, 04 novembre 2011, *Innocenti e altro c. Avv. Sambo c. Banca credito coop. Vignole c. Avv. Mari*, in *Foro italiano*, 1, 2012



Cassazione civile, sez. III, 21 luglio 2011, n. 15992, *Salatto c. Comune di Roma ed altro*, in *Foro italiano*, I, 10, 2011

Tribunale di Milano, 1 luglio 2011, n. 8790, G.U. Dott.ssa Brat, *Parmalat S.p.A. c. The McGraw-Hill Companies S.r.l. e altri*, in *Danno e responsabilità*, 2, 2013

Cassazione civile, sez. III, 30 giugno 2011, n. 14405, *C.A. c. M.V. e altri*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 12, 2011

Tribunale di Novara, 23 giugno 2011, in *Foro padano*, 2, 2012 e consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Cassazione civile, sez. III, 09 giugno 2011, n. 12686, *B. e altro c. Osp. Villa Salus Mestre*, in *Giustizia civile*, I, 3 – 4, 2013

Cassazione civile, sez. II, 18 maggio 2011, n. 10927, *Rondina c. Menon*, in *Il civilista*, 2, 2012

Cassazione civile, sez. II, 18 maggio 2011, n. 10920, *Ferraris e altro c. Casa riposo Vercelli*, in *Guida al diritto*, 32, 2011

Tribunale di Prato, 04 maggio 2011, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Cassazione civile, sez. III, 18 aprile 2011, n. 8863, *Ce c. L.Q.*, in *Diritto e Giustizia online*, 2011

Cassazione civile, sez. III, 3 febbraio 2011, n. 2559, *P. A. c. Scuola Ski Snowboards Schule Dolomiter*, anche in *Giustizia civile massimario*, 2, 2011

Tribunale di Torino, 22 dicembre 2010, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2011

Consiglio di Stato, sez. IV, 27 novembre 2010, n. 8291, *Soc. Bussento c. Comune Santa Mar.*, in *Foro italiano*, III, 4, 2011

Tribunale di Torino, 26 luglio 2010, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Foggia, sez. II, 21 luglio 2010, n. 1260, *Cangi e altro c. Avv. Putignano c. Intesa Sanpaolo c. Avv. Rocco di Torrepadula*, in *Foro italiano*, n. 7 – 8, 2011

Tribunale di Milano, 24 giugno 2010, A. P. c. Soc. *Casa di cura Santa Rita*, in *Foro padano*, 4, I, 2011

Tribunale di Milano, 24 giugno 2010, in *Banca borsa titoli di credito*, 5, 2012

Cassazione civile, sez. I, 23 giugno 2010, n. 15220, *D.N.A. c. D.N.G.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, II, 2012

Cassazione Civile, sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, Pres. Adamo, Giud. rel. Rordorf, *Soc. Tessival c. Soc. Intesa S. Paolo*, in *Giustizia civile massimario*, 6, 2010

Cassazione civile, sez. III, 27 aprile 2010, n. 10060, *D. ed altro c. R. A. ed altro*, in *Giustizia civile massimario*, 4, 2010

Cassazione civile, sez. III, 3 marzo 2010, n. 5067, *Gambardella c. Ministero dell'istruzione e altro*, in *Giustizia civile*, I, 12, 2011

Cassazione civile, sez. II, 11 gennaio 2010, n. 230, *Ciliento*, in *Vita notarile*, 1, 2011

Cassazione civile, sez. III, 4 gennaio 2010, n. 13, *USL Spoleto c. L. e altro*, in *Diritto di famiglia*, 3, 2011

Tribunale di Venezia, 5 novembre 2009, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Napoli, sez. VI, 20 luglio 2009, *Redazione Giuffré*, 2009

Cassazione civile, sez. I, 14 luglio 2009, n. 16382, *Società Italiana Immobiliare c. O.*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2009

Tribunale di Bari, sez. II, 08 luglio 2009, n. 2300, *T.R. c. Osp. Bari e altro*, in *Giurisprudenzabarese.it*, 2009

Cassazione civile, sez. I, 13 maggio 2009, n. 11130, *P. c. Banca Antoniana Veneta e altro*, in *Giustizia civile*, 4, I, 2010

Cassazione civile, sez. III, 11 maggio 2009, n. 10741, *A. c. P. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 10, 2009

Tribunale di Milano, sez. V, 5 marzo 2009, n. 3047, *Z. L. c. Dott. G. M. e Nuova X S.r.l.*, disponibile su [www.altalex.com](http://www.altalex.com)

Tribunale di Arezzo, 20 febbraio 2009, citato da F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*, cit., p. 932, nota 6

Cassazione Civile, sez. I, 29 gennaio 2009, n. 3773, in *Danno e responsabilità*, 2009

Tribunale di Campobasso, 27 gennaio 2009, n. 66, *D'O. M. c. ASL n. 3 e altro*, in *Rivista giuridica Molise e Sannio*, 2, 2009

Tribunale di Verona, 23 dicembre 2008, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Corte appello di Roma, sez. II, 20 novembre 2008, n. 4824, in *Guida al diritto*, 12, 2009

Cassazione civile, SS. UU., 11 novembre 2008, n. 26973, *G. e altro c. Z. e altro*, in *Foro italiano*, 1, I, 2009

Tribunale di Milano, 13 novembre 2008, n. 13420, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Cassazione civile, SS. UU., 11 novembre 2008, n. 26972, *A.L. c. S.F.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2009

Tribunale di Milano, sez. VIII, 4 novembre 2008, *V. C. e altri c. Italaudit S.p.A. in liquidazione*, in *Corriere giuridico*, 4, 2009

Cassazione civile, sez. I, 24 ottobre 2008, n. 25725, *A. c. Banca Alpi maritt.*, in *Guida al diritto*, 49, 2008

Tribunale di Pontedera, 13 ottobre 2008, in *Il civilista*, n. 2, 2010

Cassazione civile, sez. III, 08 ottobre 2008, n. 24795, *Soc. Locat e altro c. Soc. Danubio tipografica*, in *Giustizia civile*, 1, I, 2010

Cassazione civile, sez. II, 03 settembre 2008, n. 22129, *Popisteanu c. Soc. Malfatano Immob.*, in *Diritto e Giustizia online*, 2008

Cassazione civile, sez. I, 05 agosto 2008, n. 21130, *Bernardi c. Soc. Moet Hennessy Italia*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2, II, 2010

Tribunale di Milano, 25 luglio 2008, Giudice est. Dott.ssa A. Simonetti, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Corte Costituzionale, 04 luglio 2008, n. 254, *Unicredit Banca c. Fall. soc. Crestani costruz.*, *Foro italiano*, 10, I, 2008

Tribunale di Genova, sez. I, 09 maggio 2008, n. 1903, in *Guida al diritto*, 40, 2008

Tribunale di Milano, 22 aprile 2008, n. 40662, in *Danno e responsabilità*, 2008

Tribunale di Bari, sez. II, 17 aprile 2008, n. 981, in *Giurisprudenzabarese.it*, 2008

Tribunale di Roma, sez. III civ., 25 marzo 2008, n. 6376, Rel. Dell'Orfano, citata

da F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, Giuffré, 2009

Tribunale di Milano, sez. VI, 07 marzo 2008, n. 2969, consultabile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Ancona, 20 febbraio 2008, in *Il civilista*, n. 2, 2012

Corte di Appello di Roma, sez. I, 04 febbraio 2008, n. 431, in *Il merito*, 10, 2008

Cassazione civile, SS. UU., 11 gennaio 2008, n. 577, *G. c. Soc. R. assicurazioni e altro*, in *Foro italiano*, I, 2, 2008

Tribunale di Parma, 9 gennaio 2008, citato da F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*, cit., p. 932, nota 6

Cassazione civile, SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, *Soc. Fin. Com. Valoris e altro c. Soc. San Paolo Imi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 3, II, 2008

Tribunale di Milano, sez. VI, 12 dicembre 2007, n. 13668, in *Giustizia a Milano*, n. 1, 2008

Cassazione civile, sez. III, 28 novembre 2007, n. 24742, *F. S. c. P. F. e altro*, in *Ragiusan*, 2009

Tribunale di Roma, sez. III, 3 ottobre 2007, n. 19718, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Arezzo, 10 agosto 2007, *Redazione Giuffré*, 2009

Tribunale di Milano, sez. X, 10 settembre 2007, *P.P. c. Fondaz. centro S. Raffaele*, in *Foro padano*, I, 3 – 4, 2007

Cassazione civile, sez. I, 25 luglio 2007, n. 16416, *Bonato c. Castegnaro*, in *Foro*

*italiano*, 12, I, 2007

Cassazione Civile, SS. UU., 26 giugno 2007, n. 14712, *R. e altro c. Banca Fideuram e altro*, in *Banca borsa e titoli credito*, 5, II, 2008

Cassazione civile, sez. III, 14 giugno 2007, n. 13953, *D. c. G. e altro*, in *Giustizia civile*, 11, 2008

Tribunale di Rimini, 06 giugno 2007, in *Danno e Responsabilità*, 2008

Cassazione civile, sez. III, 13 aprile 2007, n. 8826, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2007

Cassazione civile, sez. I, 03 aprile 2007, n. 8359, *Paonessa c. Derro e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 12, 2007

Tribunale di Rimini, 02 aprile 2007, in *Responsabilità civile*, 2008

Cassazione civile, sez. III, 8 marzo 2007, n. 5308, *S. c. Comune di Genova*, in *Giustizia civile*, 12, 2008

Cassazione Civile, sez. II, 05 febbraio 2007, n. 2479, in *Giustizia civile massimario*, 2007

Tribunale di Bergamo, sez. II, 18 gennaio 2007, n. 227, in *Rivista dottori commercialisti*, 2, 2008

Cassazione civile, sez. III, 9 novembre 2006, n. 23918, *Polimeni c. Leopizzi e altro*, in *Ragiusan*, 2007

Tribunale di Bari, 7 novembre 2006, consultabile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Milano, 18 ottobre 2006, citato da F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*,

cit., p. 932, nota 6

Cassazione Civile, sez. I, 19 settembre 2006, n. 20260, in *Diritto e Giustizia*, 2006

Cassazione Civile, sez. III, 25 luglio 2006, n. 16937, in *Contratti*, 2007

Cassazione civile, sez. III, 14 luglio 2006, n. 16123, *V. e altro c. USL n. 12 Livorno e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2007

Cassazione civile, sez. III, 08 maggio 2006, n. 10490, *N. c. Soc. Gerolimich in liquid.*, *Rivista notariato*, 1, 2007

Corte d'Appello di Torino, 3 maggio 2006, in *Le Società*, 2007

Tribunale di Milano, 26 aprile 2006, in *Corriere giuridico*, 2006

Tribunale di Cosenza, 1 marzo 2006, in *Rivista del diritto commerciale*, II, 2006

Cassazione civile, 26 gennaio 2006, n. 1698, *Soc. SAI Assicurazioni c. Soc. Clinica Mediterranea e altro*, in *Rivista italiana medicina legale*, 6, 2006

Tribunale di Modena, 20 gennaio 2006, citato da F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*, cit., p. 932, nota 6

Tribunale di Catania, 22 novembre 2005, citato da F. GRECO, *L'intermediario finanziario ha sempre un obbligo «continuativo» di informare il risparmiatore?*, cit., p. 932, nota 6

Cassazione civile, sez. III, 20 ottobre 2005, n. 20320, *Osp. Riun. Bergamo c. Scuglia e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2005

Cassazione Civile, sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, *P.B. c. San Paolo IMI*, in *Giurisprudenza italiana*, 8-9, 2006

Tribunale di Trieste, 23 settembre 2005 (decreto), in *Foro italiano*, I, 2006

Cassazione civile, SS. UU., 28 luglio 2005, n. 15781, *Z. c. B. e altro*, in *Europa e diritto privato*, 2, 2006

Tribunale di Roma, sez. II civ., 25 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Est. A. Lamorgese, *A. Bianchi c. Banca Monte dei Paschi di Siena*, disponibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Tribunale di Rimini, 11 maggio 2005, in *Giurisprudenza italiana*, 2006

Cassazione civile, sez. III, 4 maggio 2005, n. 9284, *Morelli c. Manfredi e altro*, in *Giustizia civile*, 12, I, 2006

Cassazione civile, sez. I, 5 aprile 2005, n. 7081, *Banca Intesa Comit c. Coppola e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 2005

TAR Lazio, 19 gennaio 2005, n. 1236 e Consiglio di Stato, sez. V, 10 gennaio 2005, n. 32, in *Danno e responsabilità*, 2005

Cassazione civile, sez. III, 29 luglio 2004, n. 14488, *D. D. e altro c. Poddi e altro*, in *Giustizia civile*, 1, I, 2005

Cassazione civile, sez. III, 14 luglio 2004, n. 13066, *Prov. Suore Santa Famiglia Bordeaux c. Galli e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2004

Cassazione civile, sez. III, 6 febbraio 2004, n. 2288, *Soc. Benati c. SACE*, in *Giurisprudenza italiana*, 2005

Cassazione Civile, sez. I, 27 novembre 2003, n. 18118, *Foroni c. Banca pop. Crotone e altro*, in *Giustizia Civile*, I, 2004

Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2003, n. 11246, *Maccherrone e altro c. Soc. Sitav*, in *Giustizia civile massimario*, 7-8, 2003



Cassazione civile, sez. III, 14 luglio 2003, n. 11001, *Piazzolla e altro c. Asl Bari gestione liquidatoria*, in *Giustizia civile massimario*, 7 – 8, 2003

TAR Molise, 11 febbraio 2003, n. 187, in *Foro amministrativo TAR*, 2003

Cassazione civile, sez. III, 17 maggio 2004, n. 9345, *Giardino e altro c. Com. Pollena Trocchia e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 2004

Cassazione Civile, sez. III, 13 maggio 2004, n. 7298, in *Giurisprudenza Italiana*, 2004

Corte d'Appello di Catanzaro, 7 maggio 2004, n. 298, *S. G. e altri c. V. M. T. e altri*, in *Corti Calabresi*, 1, 2006

Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2003, n. 11245, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, I, 2004

Cassazione Civile, sez. I, 6 giugno 2003, n. 9103, *Banco Brescia c. Banca Salento*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2, 2004

Cassazione civile, 9 aprile 2003, n. 5552, in *Giurisprudenza italiana*, 2004

Cassazione civile, sez. I, 07 marzo 2003, n. 3389, *Banca comm. it. c. Gianni*, in *Danno e responsabilità*, 2003

Cassazione Civile, sez. I, 10 gennaio 2003, n. 157, *Vitali c. Comune di Fiesole*, in *Foro amministrativo CDS*, 2, 2003

Tribunale di Roma, 18 dicembre 2002, *Banca naz. agr. c. Fall. soc. Sogesco*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2003

Cassazione civile, sez. III, 23 ottobre 2002, n. 14934, *De benedictis c. Somma*, in *Rivista notariato*, 2003

Tribunale di Venezia, 10 settembre 2002, *N. e altro c. P. e altro*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 2003

Cassazione civile, sez. III, 18 luglio 2002, n. 10403, *Soc. Andersen c. Soc. Carraro e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 2003

Consiglio di Stato, sez. V, 8 luglio 2002, n. 3796, *Morello c. Comune di Castiglione della Pescaia*, in *Appalti Urbanistica Edilizia*, 2002

Cassazione civile, sez. III, 8 maggio 2002, n. 6914, *Ras S.p.A. c. M. M. G. e M. F.*, in *Diritto di famiglia*, 2004

Cassazione civile, sez. III, 28 gennaio 2002, n. 982, in *Corriere Giuridico*, 1, 2003

TAR Lombardia (Brescia), 28 novembre 2001, n. 1126, *Comune Capriano del Colle c. M. N.*, in *Appalti Urbanistica Edilizia*, 2002

Cassazione civile, sez. III, 2 ottobre 2001, n. 12198, *Gavazzoni c. ASL n. 38 Milano*, in *Giustizia civile*, I, 2002

Consiglio di Stato, sez. V, 6 agosto 2001, n. 4239, *Comune Frattamaggiore c. Lupoli*, in *Rivista Corte dei Conti*, 5, 2001

Cassazione Civile, sez. I, 15 marzo 2001, n. 3753, *Federaz. coop. Ravenna c. Fall. soc. Gestival*, in *Fallimento*, 2002

Cassazione Civile, sez. I, 7 marzo 2001, n. 3272, *Soc. coop. C.I.I.C.A.I. C. Fall. soc. Gestival*, in *Giustizia civile*, 2001

Cassazione Civile, sez. I, 5 luglio 2000, n. 8983, *Banca popolare commercio ed industria cooperativa a r.l. c. Turazzi*, in *Giustizia civile*, I, 2000

Cassazione penale, sez. IV, 21 giugno 2000, n. 11625, in *Giurisprudenza italiana*,

2002

Tribunale di Milano, 21 ottobre 1999, in *Giurisprudenza italiana*, 2000

Cfr. Cassazione Civile, SS.UU., 22 luglio 1999, n. 500, *Comune di Fiesole c. Vitali*, in *Giustizia civile*, I, 1999

Cassazione civile, sez. III, 22 gennaio 1999, n. 589, *M. E., P. G., Q. M. c. Comune di Roma e Azd Usl-E Roma*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 1999

Cassazione civile, sez. III, 16 novembre 1998, n. 11533, *Costantini c. Fattore*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1999

Cassazione civile, sez. III, 7 ottobre 1998, n. 9911, *Di Campli c. USL n. 64 Lomardia e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 1998

Corte d'Appello Milano, 7 luglio 1998, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 2000

Corte di Appello di Roma, 15 giugno 1998, in *I Contratti*, 1999

Cassazione Civile, sez. III, 09 giugno 1998, n. 5659, *Molino c. Cassa risp. prov. Lombarde*, in *Danno e responsabilità*, 1998

Cfr. Cassazione Civile, sez. I, 09 giugno 1998, n. 5059, *Froldi c. Antonioli*, in *Giustizia civile*, I, 1998

Cassazione civile, sez. III, 13 marzo 1998, n. 2750, *Tomassini c. Zambon ed altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 1999

Cassazione civile, sez. III, 1 marzo 1988, n. 2144, *Balestra c. Scanga*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, I, 1988

Tribunale di Monza, 15 febbraio 1996, *Soc. Bonara c. Banca naz. lav.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1997

Tribunale di Genova, 3 gennaio 1996, *Stagnaro c. Pecorari*, in *Danno e responsabilità*, 1997

Tribunale di Terni, 15 dicembre 1995, *Svevo c. Passalacqua e altro*, in *Rassegna giuridica umbra*, 1996

Cassazione Civile, sez. I, 27 settembre 1995, n. 10235, in *Società*, 1996

Tribunale di Milano, 22 giugno 1995, in *Banca borsa e titoli di credito*, II, 1997

Cassazione civile, sez. III, 11 aprile 1995, n. 4152, *Bossi c. Marconi*, in *Rivista italiana di medicina legale*, 1997

Cassazione civile, sez. I, 26 gennaio 1995, n. 975, *Ferraris c. Soc. Torino calcio*, in *Rivista diritto sportivo*, 1996

Cassazione civile, sez. I, 15 marzo 1994, n. 2470, *Meyer c. Agostini e altro*, in *Giustizia civile massimario*, 1994

Cassazione civile, sez. III, 22 novembre 1993, n. 11503, Rel. Gaetano Nicastro, *G. c. USL n. 9 Torino*, in *Giurisprudenza italiana*, I, 1, 1995

Tribunale di Torino, 18 settembre 1993, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 1994

Cassazione civile, sez. III, 27 maggio 1993, n. 5939, *Panfili c. Borghi*, in *Giustizia civile massimario*, 1993

Cassazione civile, sez. III, 1 febbraio 1991, n. 977, *Chiaranda c. Ospedale civile Santa Maria Angeli*, in *Giurisprudenza italiana*, I, 1, 1991

Tribunale di Verona, 15 ottobre 1990, *Valentini e altro c. USL n. 25 Verona e altro*, in *Giurisprudenza di merito*, 1992

Cassazione Civile, 11 maggio 1990, n. 4051, in *Foro italiano*, 1991

Cassazione civile, sez. III, 26 marzo 1990, n. 2428, *Caiaffa c. Usl n. 3 Bari e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, 1, I, 1991

Corte di Appello di Milano, 2 febbraio 1990, *Banca Manusardi c. Minoggio e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, I, 2, 1992

Tribunale di Torino, 20 marzo 1989, *Soc. Algat c. Pagliani e altro*, in *Giurisprudenza italiana*, I, 2, 1989

Tribunale di Milano, 11 gennaio 1988, *Minoggio e altro c. American service bank*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, 1988

Cassazione Civile, sez. III, 27 gennaio 1987, n. 537, in *Foro Italiano*, I, 1982

Tribunale di Milano, 30 maggio 1983, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1984

Cassazione civile, sez. I, 24 marzo 1983, n. 2055, *Soc. Incontri c. Soc. SIPRA*, in *Giustizia civile massimario*, 3, 1983

Corte Costituzionale, 27 luglio 1982, n. 143, *Parracino e altro c. Pres. consiglio ministri*, in *Comm. trib. centr.*, II, 1982, p. 708

Cassazione civile, sez. III, 21 marzo 1981, n. 1656, *Soc. immobiliare Santa Rita alla Barona c. Soc. Rettagliata*, in *Giurisprudenza italiana*, 1, I, 1985

Cassazione civile, sez. I, del 13 maggio 1980, n. 3142, *Coop. farmaceutica c. Soc. importazioni esportazioni*, in *Giust. civ. Mass.*, 1980, fasc. 5

Cassazione civile, sez. II, 8 marzo 1979, n. 1716, *Cirielli c. Bisaro*, in *Rivista italiana di medicina legale*, 1981

Cassazione Civile, sez. II, 7 febbraio 1979, n. 820, *Banca pop. Teramo e altro c.*

*Cassa risparmio prov. Chieti*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, II, 1980

Cassazione civile, sez. III, 21 dicembre 1978, n. 6141, *Rainone c. Osp. S. Gennaro di Napoli*, in *Foro italiano*, 4, 1979

Cassazione Civile, 11 ottobre 1978, n. 4538, in *Responsabilità civile e previdenza sociale*, 6, 1979

Corte di Appello di Milano, 11 dicembre 1973, in *Responsabilità civile e previdenza sociale*, 6, 1979

Corte di Appello Roma, 30 marzo 1971, in *Foro Padano*, I, 1972

Cassazione Civile, SS. UU., 26 gennaio 1971, n. 174, *Torino Calcio S.p.A. c. Romero*, in *Foro Italiano*, I, 1971

Cassazione Civile, 13 luglio 1967, n. 1742, in *Giustizia civile*, I, 1967

Cassazione Civile, 30 ottobre 1963, n. 2909, in *Giustizia civile*, I, 1963

Cassazione Civile, sez. III, 04 luglio 1953, n. 2085, *Associazione calcio Torino c. Soc. A.l.i. Flotte riunite*, consultabile su <http://www.jus.unitn.it/>

Cassazione Civile, sez. III, 10 ottobre 1949, n. 2271, in *Massimario della giurisprudenza italiana*, 1949

Cassazione di Firenze, 6 dicembre 1915, in *Rivista di diritto commerciale*, II, 1916

### **GIURISPRUDENZA (ESTERA)**

U.S. Supreme Court, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*, No. 13-317, June 23, 2014, WL 2807181

U.S. District Court, S.D. New York, *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan*

*Stanley & Co.*, September 2, 2009, 651 F. Supp. 2d 155

Oberlandgericht Düsseldorf, 21 aprile 2009, in *Versicherungsrecht*, 2010

U.S. Supreme Court, *Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific Atlanta, Inc.*  
January 15, 2008, consultabile su  
<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/552/06-43>

Landgericht Köln, 8 aprile 2008, Az. 2 O 181/07, in *openJur*, 2011

U.S. District Court, S.D. Texas, *In re Enron Corp. Sec., Derivative & "Erisa" Litig.*, 511 F. Supp. 2d 742, 818-19, *aff'd*, 446 F.3d 585, June 6, 2007

Bundesgerichtshof, 14 novembre 2006, VI, ZR 48/06, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2007

U.S. Supreme Court, *Dura Pharms, Inc. v. Broudo*, 125 S. Ct. 1627, April 19, 2005,  
consultabile su <http://www.law.cornell.edu/supct/html/03-932.ZS.html>

Court of Civil Appeals, State of Oklahoma, *Commercial Fin. Servs., Inc. v. Arthur Andersen, LLP*, 94 P.3d 106, 110, June 4, 2004

Bundesgerichtshof, 8 giugno 2004, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 2004

U.S. Court of Appeals, S.D. New York, *In re Fitch*, 330 F.3d 104, 111, May 21, 2003

U.S. District Court, S.D. New York, *American Savings Bank, FSB v. UBS PaineWebber Inc.*, No. M8-85, 2002 WL 31833223, December 16, 2002

U.S. Court of Appeals, X Circuit, Kansas, *Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investors Service Inc.*, No. 97-1157, May 4, 1999, disponibile su  
<http://caselaw.findlaw.com>

Bundesgerichtshof, 2 dicembre, 1999, in *Juristenzeitung*, 2000

Bundesgerichtshof, 7 luglio 1998, XI, ZR 375/97, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1998

Bundesgerichtshof, 13 novembre 1997, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1998

Bundesgerichtshof, 12 marzo 1996, XI, ZR 232/95, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1996

Bundesgerichtshof, 10 novembre 1994, in *Juristenzeitung*, 1995

U.S. District Court, S.D. New York, *In re Pan Am Corp.*, 161 B.R. 577, 583, December 7, 1993

U.S. District Court, E.D. Pennsylvania, *Scott Paper Co. Sec. Litig.*, 145 F.R.D. 366, 369, Novembre 30, 1992

Bundesgerichtshof, 13 febbraio 1992, III, ZR 28/90, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1992

Bundesgerichtshof, 16 ottobre 1990, XI, ZR165/88, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1990

Bundesgerichtshof, 17 maggio 1990, IX, ZR 85/89, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1990

Bundesgerichtshof, 17 ottobre 1989, XI, ZR 39/89, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1990

U.S. Supreme Court, *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 243, 247, March 7, 1988, disponibile su <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/case.html>

Bundesgerichtshof, 11 ottobre 1988, XI, ZR 1/88, in *Neue Juristische*



*Wochenschrift*, 1989

Bundesgerichtshof, 16 giugno 1988, III, ZR 182/87, in *Abkürzung für BGH-Rechtsprechung BGB, sub § 676 Auskunftsvertrag*, 1988

Bundesgerichtshof, 19 marzo 1986, IV, ZR 127/84, in *Juristenzeitung*, 1986

U.S. Supreme Court, *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss*, 472 U.S. 749, June 26, 1985

Bundesgerichtshof, 23 settembre 1985, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 96, 1986

Bundesgerichtshof, 17 settembre 1985, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1986

Bundesgerichtshof, 5 giugno 1985, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1985

Bundesgerichtshof, 23 gennaio 1985, *Dänischer Konsulfall II*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis*, 1985

Bundesgerichtshof, 2 novembre 1983, *Käufergrupperfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1984

U.S. Supreme Court, *Connick v. Myers*, 461 U.S. 138, 147-48, April 20, 1983

Bundesgerichtshof, 29 settembre 1982, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1983

Bundesgerichtshof, 12 febbraio 1979, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1979

Bundesgerichtshof, 20 novembre 1978, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 72, 1979

Bundesgerichtshof, 28 febbraio 1977, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 69, 1977

Bundesgerichtshof, 19 gennaio 1977, *Scheidungsvereinbarungsfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1977

Bundesgerichtshof, 28 gennaio 1976, *Gemüseblattfall*, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 66, 1976

Bundesgerichtshof, 19 settembre 1973, *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 61, 1974

Bundesgerichtshof, 18 gennaio 1972, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1972

Bundesgerichtshof, 5 aprile 1971, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 1, 1971

Bundesgerichtshof, 9 ottobre 1969, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1969

Bundesgerichtshof, 22 gennaio 1968, *Rauchrohröffnungsfall*, in *Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen*, 49, 1968

Bundesgerichtshof, 10 gennaio 1968, in *Monatsschrift für Deutsches Recht*, 1968

Bundesgerichtshof, 6 luglio 1965, *Testamentfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1965

Bundesgerichtshof, 7 gennaio 1965, in *Wertpapier-Mitteilungen*, 1965

Bundesgerichtshof, 15 maggio 1959, *Capuzolfall*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 1959

Bundesgerichtshof, 29 ottobre 1952, in *Abkürzung für BGH-Rechtsprechung BGB*, 1953

Bundesgerichtshof, 11 aprile 1951, *Dreschmaschinenfall*, in *BGHZ*, 1, 1951

Reichsgericht, 6 marzo 1935, in *RGZ*, 149, 1936

Reichsgericht, 14 novembre 1923, in *Das Recht*, 1924

Reichsgericht, 21 febbraio 1921, in *WarnRspr*, 1921

Reichsgericht, 3 giugno 1921, in *RGZ*, 102, 1921

Reichsgericht, 5 ottobre 1917, *Tuberkulosefall*, in *RGZ*, 91, 1918

Reichsgericht, 7 giugno 1915, *Droschken-Fall*, in *RGZ*, 87, 1916

Oberlandgericht Colmar, 23 dicembre 1913, in *Das Recht*, 1914

Oberlandgericht Hamburg, 9 dicembre 1909, in *ROLG*, 23, 1911

Oberlandgericht Hamburg, 18 ottobre 1907, in *Das Recht*, 1907