



# UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

Scuola di Dottorato in Scienze Giuridiche  
*Curriculum* di Diritto Commerciale – XXVII ciclo

## **LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING PER DIFFUSIONE DI GIUDIZI INESATTI SUL MERCATO FINANZIARIO**

Tesi di dottorato di:  
CHIARA PICCIAU

*Tutor:*

Chiar.mo Prof. Andrea Vicari

*Referente del Curriculum di Diritto Commerciale:*

Chiar.mo Prof. Roberto Sacchi

A.A. 2013/2014



*Ai miei genitori*



## INDICE

### La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario

#### CAPITOLO 1

##### INTRODUZIONE

1.	Introduzione	11
2.	Brevi cenni in materia di rating	19

#### CAPITOLO 2

##### LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING NEL DIRITTO STATUNITENSE

1.	La regolamentazione delle agenzie di rating negli Stati Uniti. Origini e evoluzione	29
1.1.	Il valore regolamentare del rating	32
1.2.	Il <i>default</i> Enron e le prime riflessioni in materia di regolamentazione delle agenzie di rating	33
1.2.1.	(Segue) Il <i>Credit Rating Agency Reform Act</i>	37
1.3.	La crisi dei mutui <i>subprime</i> e le esigenze di regolamentazione	38
1.3.1.	(Segue) Le nuove regole in materia di agenzie di rating introdotte dal <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i>	41
2.	La responsabilità delle agenzie di rating nella giurisprudenza statunitense. Limiti e problemi.	43
2.1.	L'applicabilità del Primo Emendamento della Costituzione Americana alle agenzie di rating	45
2.1.1.	(Segue) L' <i>actual malice</i> come <i>required state of mind</i>	46
2.1.2.	(Segue) La tutela del rating nella sentenza <i>In re Fitch</i>	47
2.2.	La responsabilità per colpa e la <i>negligent misrepresentation</i> . <i>Privity of contract</i> e <i>duty of care</i> nelle controversie in tema di responsabilità delle agenzie di rating	50
2.2.1.	(Segue) Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti delle società chiuse e delle società emittenti	56
2.2.2.	(Segue) Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti di un singolo investitore	58

2.2.3.	( <i>Segue</i> ) Responsabilità per la comunicazione di un giudizio di rating a un gruppo di investitori o al pubblico	59
2.3.	La responsabilità dell'agenzia di rating in caso di frode. <i>Pleading standard</i> e <i>fraud-on-the-market theory</i>	61
2.3.1.	( <i>Segue</i> ) Il termine di prescrizione	66
3.	Verso un primo riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating negli Stati Uniti	66
3.1.	La giurisprudenza successiva alla crisi dei mutui <i>subprime</i> . Nuove esigenze di tutela	70
3.2.	( <i>Segue</i> ) La sentenza <i>Abu Dhabi</i>	71
4.	Primi rilievi conclusivi	73

### CAPITOLO 3

#### LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING NEI CONFRONTI DEGLI INVESTITORI: L'EVOLUZIONE LEGISLATIVA IN EUROPA E LA RISARCIBILITÀ DEL DANNO DA RATING

##### Sezione I – L'introduzione di una disciplina in materia di giudizi di rating

1.	La disciplina europea e nazionale in materia di giudizi di rating. Verso il riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating	76
1.1.	I primi passi verso una disciplina europea delle agenzie di rating	77
1.2.	Il Regolamento CE n. 1060/2009 e le disposizioni in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori	78
1.2.1.	( <i>Segue</i> ) Il Regolamento UE n. 513/2011	79
1.3.	Il Regolamento UE n. 462/2013	81
1.4.	La disciplina nazionale in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori	84
1.4.1.	( <i>Segue</i> ) L'offerta a investitori non professionali di titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazione dei crediti	87

##### Sezione II – Il superamento del dibattito sulla risarcibilità del danno da rating

2.	Il dibattito sulla risarcibilità del danno subito dagli investitori in caso di diffusione di rating errati o inesatti. La sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835	89
2.1.	La risarcibilità del danno da diffusione di informazioni inesatte sul mercato finanziario. Possibili interpretazioni	91
2.2.	Il danno da rating come danno da diffusione di informazioni inesatte <i>ex art. 2043 c.c.</i>	101
2.3.	L'introduzione di ipotesi di risarcimento del danno da diffusione di informazioni inesatte nell'ordinamento italiano	106

2.4.	Il superamento del dibattito sulla risarcibilità del danno cagionato dalle agenzie di rating all'investitore: il danno da rating è risarcibile	108
2.4.1.	(Segue) L'ingiustizia del danno da diffusione di giudizi inesatti sul mercato	110
2.5.	Efficacia dei <i>disclaimer</i> nella delimitazione del perimetro della responsabilità dell'agenzia di rating	114

## CAPITOLO 4

### RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO E RESPONSABILITÀ PER LA DIFFUSIONE DI GIUDIZI DI RATING INESATTI SUL MERCATO. INTERESSI TUTELATI, MERCATO FINANZIARIO E PLURISOGGETTIVITÀ

#### Sezione I – Le agenzie di rating quali *gatekeeper* atipici del mercato finanziario

1.	I giudizi di rating nell'ambito della disciplina della diffusione delle informazioni sul mercato finanziario	121
1.1.	La correttezza dell'informazione al mercato finanziario come interesse meritevole di tutela	126
1.2.	La diffusione di giudizi sul merito di credito nel mercato finanziario. La funzione svolta dalle agenzie di rating	129
1.2.1.	Attività e obblighi delle agenzie di rating	133
1.2.1.1.	(Segue) L'assenza di obblighi investigativi e di doveri di controllo nei confronti degli emittenti	137
1.2.2.	Le agenzie di rating quali <i>gatekeeper</i> atipici del mercato finanziario	147

#### Sezione II – La responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating

2.	Profili introduttivi	150
2.1.	La responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating	151
2.2.	L'inclusione dei giudizi di rating nel prospetto informativo e nei documenti d'offerta	161
2.2.1.	(Segue) I rating nei prospetti d'offerta, nei prospetti di quotazione e nei documenti d'offerta e i casi in cui il prospetto dà atto dell'assenza di un giudizio di rating	168
2.3.	Considerazioni in merito al contributo fornito dall'agenzia di rating nella predisposizione del prospetto e del documento d'offerta. Le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto	174
2.4.	Considerazioni in merito all'applicabilità dell'art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating	177
2.5.	Offerta al pubblico di titoli strutturati. La responsabilità delle agenzie di rating per inclusione del giudizio di rating nei prospetti informativi relativi a prodotti finanziari originati da operazioni di cartolarizzazione	183

2.6.	Profili di solidarietà passiva tra società emittente e agenzia di rating in caso di assunzione volontaria di responsabilità da parte della società emittente per la totalità delle informazioni contenute nel prospetto	186
2.7.	L'ampiezza della responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating. Considerazioni conclusive	188

Sezione III – L'individuazione di un ambito di responsabilità specifico delle agenzie di rating

3.	Profili di specificità della responsabilità delle agenzie di rating per valutazioni sul merito di credito non incluse nel prospetto informativo o nel documento d'offerta	189
4.	Un tentativo di tipizzazione delle condotte illecite delle agenzie di rating alla luce degli obblighi di condotta e dei doveri previsti nella disciplina europea	191
5.	Casi di responsabilità esclusiva delle agenzie di rating per l'emissione di giudizi errati sul merito di credito	192
6.	Considerazioni in merito alla configurabilità di una responsabilità in capo ai singoli analisti e ai dipendenti dell'agenzia di rating che hanno elaborato il giudizio di rating errato o inesatto	194

## CAPITOLO 5

### IL REGIME EXTRA CONTRATTUALE DELLA RESPONSABILITÀ DELL'AGENZIA DI RATING NEI CONFRONTI DEGLI INVESTITORI

Sezione I – Profili sostanziali

1.	La natura della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori	198
2.	I doveri dell'agenzia di rating	204
2.1.	(Segue) Il dovere di indipendenza	205
2.2.	(Segue) Il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati	208
2.3.	(Segue) Il dovere di accuratezza	209
2.4.	(Segue) Il dovere di professionalità e competenza	211
2.5.	(Segue) Il dovere di trasparenza	212
3.	La diligenza dell'agenzia di rating	215
3.1.	(Segue) Ambito di operatività dell'art. 2236 c.c.	223
3.2.	Considerazioni in merito al criterio della colpa oggettiva	230
4.	Il nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno all'investitore	232
4.1.	(Segue) L'applicazione dell'art. 1227 c.c. all'investitore	243



5.	Il danno da rating. Tipologie e quantificazione	245
5.1.	( <i>Segue</i> ) Ulteriori profili in materia di quantificazione del danno da rating	252
<u>Sezione II – Profili di prova</u>		
6.	Onere della prova e inadempimento dell’agenzia di rating	259
6.1.	( <i>Segue</i> ) Il ricorso al principio di vicinanza della prova al fine di agevolare la prova dell’inadempimento e della colpa dell’agenzia di rating	264
6.1.1.	( <i>Segue</i> ) Osservanza delle metodologie di rating e formulazione del giudizio sul merito di credito tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato	269
6.2.	I limiti del sindacato giurisdizionale sull’applicazione delle metodologie di rating e sulla correttezza delle valutazioni delle agenzie	279
7.	I profili temporali nell’accertamento del nesso di causalità. Efficacia nel tempo dei giudizi di rating, <i>credit watch</i> e <i>outlook</i>	282
7.1.	Considerazioni in merito alla <i>fraud-on-the-market theory</i> ai fini della prova del nesso di causalità	290
7.2.	La prova del nesso di causalità tramite il ricorso a presunzioni	299
7.3.	La prova del nesso di causalità nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti	309
8.	Profili problematici in tema di prova del danno da rating	314
<u>Sezione III – Profili processuali</u>		
9.	Applicabilità dell’art. 2055: il contributo delle agenzie di rating alla realizzazione di illeciti plurisoggettivi. Casi residuali di concorso nella produzione di un fatto dannoso attribuibile a un <i>primary violator</i>	316
9.1.	La partecipazione dell’agenzia di rating alla frode dell’emittente	331
9.2.	La ripartizione interna delle quote di responsabilità e l’esercizio dell’azione di regresso	333
10.	Il termine di prescrizione dell’azione promossa nei confronti dell’agenzia di rating	340
	BIBLIOGRAFIA	344



## INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Brevi cenni in materia di rating.

### 1. Introduzione.

Il tratto comune delle riflessioni in materia di responsabilità civile dei c.d. intermediari «reputazionali», ossia di quegli intermediari che, grazie alla loro reputazione di esperti, forniscono servizi *lato sensu* di «certificazione» o di «verifica» di informazioni e dati relativi alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria di società, quotate e non, a beneficio del pubblico degli investitori <sup>(1)</sup>, riguarda la preoccupazione di individuare limiti all'ampiezza di tale responsabilità. Posto che, di regola, gli intermediari reputazionali operano in mercati, come quello della revisione dei conti e dei servizi di rating, fortemente concentrati a livello mondiale, il fine di scongiurare il pericolo di un'uscita dal mercato dell'intermediario in questione a seguito di cospicue condanne risarcitorie si contrappone all'esigenza di garantire, al contempo, una adeguata tutela all'investitore <sup>(2)</sup>.

Nonostante gran parte della letteratura giuridica nazionale e straniera si sia confrontata con il problema di ricondurre la responsabilità degli intermediari finanziari, reputazionali e non, all'interno delle categorie proprie della responsabilità contrattuale o extracontrattuale (allo scopo di far derivare da tale classificazione il regime applicabile alle azioni di risarcimento del danno proposte talvolta dalle stesse società «certificate» o «valutate», ma sempre più spesso dal pubblico degli investitori), in caso di società quotate sui mercati regolamentati, il vero nodo problematico di tale responsabilità risulta essere, come chiaramente dimostra la riflessione, principalmente statunitense, in tema di responsabilità delle società di revisione, proprio l'esigenza di trovare un equilibrio tra l'effettività della tutela approntata a beneficio degli investitori e l'esigenza di non scoraggiare l'operatività di tali intermediari sul mercato per il timore di incorrere in sanzioni civilistiche di elevato ammontare.

---

<sup>(1)</sup> S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, in 92 *Nw. U.L. Rev.* 916, 1998, 917, definisce gli intermediari reputazionali come «intermediaries [that] signal product value through their individual reputations». Sul valore del capitale reputazionale si rimanda a quanto si dirà *infra*, § 1., del secondo capitolo.

<sup>(2)</sup> In generale, G. PONZANELLI, *Responsabilità civile e mercato finanziario*, in *Danno e resp.*, 2002, 98, ritiene che una «censura alla possibile operatività delle regole di responsabilità in questa nuova area riguarda, invece, l'efficienza economica: l'imposizione, a vari operatori, di eccessivi pesi risarcitori allo scopo di difendere i consumatori potrebbe, perversamente, provocare l'uscita dal mercato». In argomento, con riferimento al rischio di *overdeterrence* nei confronti delle agenzie di rating, si vedano, inoltre, L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 213 s.; e F. PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and EU perspectives*, *ivi*, 87, secondo il quale il rischio di un regime di responsabilità troppo favorevole all'investitore condurrebbe a un «tremendous increase of the cost of ratings in a way that could affect substantially the rating profitability and its business model itself, even leading to the end of the rating market as we know it». Anche R. ROSAPEPE, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 177, ricorda del resto che, per le agenzie di rating, «il timore di una condanna al risarcimento del danno può rivelarsi un deterrente ben più efficace rispetto al timore delle sanzioni pecuniarie», a conferma degli effetti che un regime di responsabilità particolarmente severo potrebbe avere sull'espletamento dei servizi di rating. Ritengono, invece, che il pericolo di *overdeterrence* nei confronti delle agenzie di rating sia «non molto realistico e forse un poco ideologico», M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 161.

Per tale motivo, ad esempio, con riferimento alle società di revisione, si è discusso se introdurre un *cap* alla responsabilità, ossia un tetto massimo all'ammontare del risarcimento del danno che può essere liquidato dal giudice, e si continua a discutere sull'opportunità di introdurre regimi di responsabilità parziaria in luogo della responsabilità solidale, regola più comune ai sistemi giuridici dei paesi dell'Europa continentale di derivazione francese <sup>(3)</sup>. L'apposizione di un *cap* all'ammontare del risarcimento del danno subito dagli investitori è stata, del resto, la soluzione prescelta da alcuni ordinamenti europei <sup>(4)</sup>. L'introduzione di un tetto massimo, secondo alcuni, infatti, oltre a facilitare

---

<sup>(3)</sup> Propone l'introduzione di un *cap* alla responsabilità delle agenzie di rating, F. PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and EU perspectives*, cit., 87. Per le ragioni di politica del diritto sottese a una prospettata limitazione della responsabilità della società di revisione, auspicata anche e soprattutto in sede europea al fine di evitare che le società di revisione assumano il ruolo di *deep pocket defendants*, P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, \*\*, Bologna, 2010, 1983; S. BALZOLA, *La responsabilità contrattuale del revisore contabile: obbligazione di mezzi o di risultato?*, in *Giur. it.*, 2006, 2334. Alcune osservazioni in materia sono fornite anche da ASSONIME, *Circolare n. 16. Il testo unico della revisione legale*, 3 maggio 2010, p. 63. Tra le argomentazioni a favore della limitazione della responsabilità delle società di revisione vi è principalmente il fatto che la struttura oligopolistica del mercato della revisione renderebbe le cc.dd. *Big Four* «too big to fail», creando così anche un problema di azzardo morale. Questa tesi è riportata da P. GIUDICI, *Auditors' Multi-Layered Liability Regime*, maggio 2010, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>, 2 ss. In particolare si ritiene che l'assenza di meccanismi limitativi della responsabilità possa scoraggiare l'apertura del mercato a nuovi *competitors*. In quest'ottica, dunque, la limitazione dell'esposizione risarcitoria sarebbe volta a favorire l'ingresso sul mercato della revisione dei conti di nuovi operatori, in grado di concorrere con le *big four* (o *final four*). Vi è, però, chi ribadisce – in maniera condivisibile – come l'attuale regime di responsabilità delle società di revisione non si ponga necessariamente quale ostacolo all'ingresso di altri *competitors* sul mercato. La diminuzione del numero delle grandi società di revisione, da otto a quattro, negli ultimi decenni, è dovuta, principalmente alla realizzazione di operazioni di concentrazione. D'altro canto, anche dove, come negli Stati Uniti, si è optato per un regime di responsabilità parziaria non si è assistito all'ingresso di altre società di revisione di grandi dimensioni sul mercato. In questi termini M. BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all'ombra degli IAS e delle direttive comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2011, 1165 s.; P. GIUDICI, *La nuova disciplina della revisione legale*, in *Soc.*, 2010, 538 s. Se, dunque, può essere messa in dubbio l'efficacia dei meccanismi limitativi della responsabilità quanto alla creazione di incentivi all'apertura a nuovi *competitors* del mercato della revisione dei conti, meno incerta è l'influenza che l'applicazione della sanzione civile può avere sulla permanenza nel mercato delle società di revisione, anche solo per gli effetti in termini di perdita reputazionale di un'eventuale condanna. Si ricorda, a proposito, che la condanna della società di revisione Arthur Andersen, a seguito dello scandalo finanziario che ha coinvolto la società Enron a favore della quale essa prestava i propri servizi, ne ha determinato l'uscita dal mercato della revisione.

<sup>(4)</sup> In Austria il § 275, Abs. 2 UGB, prevede un limite di due milioni di euro per la revisione delle piccole e medie imprese e di quattro milioni di euro per le società di grandi dimensioni, aumentati fino a otto o a dodici milioni di euro in caso di superamento, rispettivamente fino a cinque o a dieci volte, di una delle soglie dimensionali che individuano una società di grandi dimensioni. In Germania, invece, il § 323 HGB prevede il limite di un milione di euro per la revisione delle società non quotate, e di quattro milioni di euro per le quotate. Analogamente, in Belgio si prevede un tetto di tre milioni di euro per le società non quotate e di dodici milioni di euro per le società quotate. Infine, in Grecia l'art. 19 PD 226/92 fissa il *cap* nel quintuplo dell'emolumento annuo del presidente della Corte Suprema, ovvero, nel compenso percepito dal revisore nell'anno fiscale precedente, se superiore a tale ammontare. I dati esposti sono (in parte) riportati, tra gli altri, da M. RONDINELLI, *Per un ripensamento della responsabilità civile dei revisori*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 631; G. PRESTI, *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale*, in *Soc.*, 2005, 313 s. (spec. nota 87); ID., *La responsabilità del revisore*, in *Banca borsa tit. credito*, 2007, I, 173 ss.; e da P. GIUDICI, *Il dibattito sulla limitazione di responsabilità delle società di revisione: la prospettiva italiana*, in AA.VV., *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre 2006)*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 999. Si vedano, in particolare, *A study on systems of civil liability of statutory auditors in the context of a Single market for auditing services in the European Union*, 2001, disponibile sul sito <http://ec.europa.eu>; e lo *Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regimes, Final Report to EC-DG Internal Market and Services*, in collaborazione con il prof. Ralf Ewert, dell'ottobre 2006, disponibile sul sito <http://ec.europa.eu>. Affronta il problema dell'operatività del *liability cap* in relazione a casi di colpa grave o dolo della società di revisione, fornendo

l'ottenimento di un'assicurazione professionale da parte delle società di revisione, incentiverebbe l'apertura del mercato e la concorrenza <sup>(5)</sup>. Ed è sulla scorta di tali argomentazioni che, anche nel nostro ordinamento, alla vigilia dell'introduzione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 («TUF»), si era proposto di introdurre un tetto massimo alla responsabilità civile della società di revisione <sup>(6)</sup>, soluzione poi abbandonata a favore del mantenimento di un regime di responsabilità solidale privo di *cap*.

Per quanto riguarda, invece, l'introduzione di regimi di responsabilità parziaria non può non ricordarsi il caso statunitense, sul quale comunque si tornerà più avanti. Già a partire dagli anni '70 del secolo scorso, le *class actions* promosse nei confronti delle società di revisione portarono a una vera e propria *litigation explosion* <sup>(7)</sup>. Si è arrivati, così, con il *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 e con *Securities Litigation Uniform Standard Act* del 1998, all'introduzione nell'ordinamento statunitense di un regime di *proportionate liability* (responsabilità parziaria), sia a livello federale che a livello statale – salvo il caso di dolo della società di revisione, nel quale riprende vigore il regime della *joint and several liability* (responsabilità solidale) –, al preciso scopo di porre un freno alle decisioni di condanna al pagamento di ingenti somme rese nei confronti delle società di revisione <sup>(8)</sup>.

Se la tendenza, a livello internazionale, quantomeno per le società di revisione, è stata dunque quella di introdurre delle limitazioni alla responsabilità, con ciò non si devono tuttavia perdere di vista le peculiarità dei singoli ordinamenti nazionali, che richiedono di soppesare diversamente le ragioni che spingono a dare maggior rilievo talvolta all'esigenza di limitare la responsabilità di tali soggetti e talaltra all'esigenza di garantire protezione all'investitore-risparmiatore. Non stupisce, infatti, che il primo corno del problema sia diventato predominante nell'ordinamento statunitense, proprio per la presenza di meccanismi, prevalentemente di tipo processuale, che consentono un maggiore ricorso alla tutela giurisdizionale. Come noto, infatti, per via di istituti quali i *punitive damages* e le *class actions*, le somme liquidate dai giudici statunitensi a titolo di risarcimento del danno rischiano di essere di gran lunga maggiori rispetto a quelle che potrebbero essere oggetto

---

anche spunti comparatistici, A. SCARSO, *La riforma del regime di responsabilità del revisore contabile: a proposito di una recente proposta della commissione (liability cap v. proportionate liability)*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 1230 ss.

<sup>(5)</sup> In argomento, G. PRESTI, *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale*, cit., 313 s. (spec. nota 85). Vi è poi chi ha sostenuto che l'introduzione del *cap* dovrebbe essere accompagnata da una *strict liability*, che nel nostro ordinamento potrebbe tradursi sia in un sistema di responsabilità oggettiva sia nell'inversione dell'onere della prova in relazione all'elemento soggettivo. Così J.C. COFFEE JR., *Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms*, in 84 *Boston University L. Rev.* 301, 2004, spec. 349 ss.

<sup>(6)</sup> G.M. BUTA, *Commento all'art. 164*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*. *Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, \*\*, Torino, 2002, 1355; A. IRACE, *L'attività di revisione contabile*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni-Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, 1183; P. VALENSISE, *Commento agli artt. 161-164*, in AA.VV., *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 887; P. BALZARINI, *Commento all'art. 164*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, II, Milano, 1999, 1931. Si rammenti, inoltre, che la possibilità di introdurre un *cap* è stata nuovamente vagliata dalle commissioni di Camera e Senato, alla vigilia dell'approvazione del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303. Il Governo, tuttavia, ha approvato il decreto senza apportare alcuna modifica al regime della responsabilità del revisore. Cfr. sul tema, G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, cit., 179 s.

<sup>(7)</sup> P. GIUDICI, *Auditors' Multi-Layered Liability Regime*, cit., 7.

<sup>(8)</sup> T. BUSH – S. SUNDER – S. FEARNLEY, *Auditor Liability Reforms in the UK and the US: a Comparative Review*, August 2007, 9-11, disponibile su <http://www.ssrn.com>; G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, cit., 167 ss.; A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, in *Danno e resp.*, 2003, 365; G.M. BUTA, *Commento all'art. 164*, cit., 1355; ID., *La responsabilità civile dei revisori nei confronti dei terzi nella common law*, in *Banca borsa tit. credito*, 2004, I, 384 ss.

della condanna da parte di un giudice italiano. È altresì noto che il sistema giuridico statunitense, specialmente per quanto riguarda l'attuazione delle previsioni contenute nella normativa posta a tutela del regolare e corretto funzionamento del mercato finanziario, più di altri ordinamenti, e nella fattispecie più degli ordinamenti dell'Europa continentale, attribuisce un ruolo decisivo all'iniziativa e all'*enforcement* dei privati, in luogo della previsione di sanzioni di natura pubblica – amministrativa o penale – a presidio della violazione delle medesime fattispecie <sup>(9)</sup>.

Eppure, fatta tale precisazione, una moderna analisi della responsabilità degli intermediari reputazionali non può sottovalutare problemi che, pure se nati in ordinamenti diversi, sono destinati ad assumere un peso anche entro i confini nazionali.

La responsabilità delle agenzie di rating è senz'altro un tema meno studiato rispetto alla responsabilità degli intermediari finanziari e delle società di revisione *in primis*, anche se recentemente ha attirato l'attenzione di numerosi studiosi. Venuto alla ribalta nell'ultimo decennio sull'onda degli scandali finanziari avvenuti in Italia – si pensi ai casi Cirio e Parmalat – e oltreoceano – negli Stati Uniti sono particolarmente noti i *crack* di Enron e di WorldCom e, più recentemente, il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers –, il problema dell'individuazione del regime di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti delle società valutate, dei terzi e, in particolar modo, degli investitori è destinato ora ad arricchirsi di ulteriori riflessioni, giusta la recente introduzione da parte del Regolamento UE n. 462/2013 di una apposita previsione in materia.

Tale disposizione sembra, peraltro, – ma la questione è, per vero, più complessa di quanto apparentemente potrebbe mostrarsi – porre la parola fine a uno dei temi in passato più dibattuti, ossia se effettivamente sia configurabile una responsabilità in capo alle agenzie di rating alla luce dei principi e delle regole che governano la responsabilità civile nel nostro ordinamento. È, dunque, immaginabile che la riflessione giuridica in tema di responsabilità delle agenzie di rating, ora prevista in una fonte normativa immediatamente applicabile in tutti gli Stati membri, si sposti su profili diversi dalla sua effettiva invocabilità in giudizio e relativi alla sua qualificazione, e, in particolare, sulla riconducibilità della medesima nell'alveo della responsabilità per inadempimento dell'obbligazione *ex art. 1218 c.c.*, ovvero della responsabilità extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c., tema per vero già affrontato da alcuni studiosi che, avendo risposto positivamente al quesito circa la risarcibilità del c.d. «danno da rating», hanno tentato di individuare quale fosse il regime ad essa applicabile.

Si tratta di un problema di estrema rilevanza pratica, per le differenze che, in linea generale, i due regimi di responsabilità possono comportare in termini di allocazione dell'onere della prova, termine di prescrizione e risarcibilità del danno imprevedibile, ma che tuttavia necessita di essere fortemente ridimensionato, o meglio, di essere correttamente inquadrato, nell'ambito della definizione di questioni di sistema che ne rappresentano per certi versi un *prins* logico.

In altri termini, una moderna riflessione in materia di responsabilità degli intermediari reputazionali e, in particolare, di responsabilità delle agenzie di rating richiede che vengano prioritariamente esaminate altre problematiche, già note alla letteratura giuridica italiana. Ci si riferisce, più precisamente, all'esigenza di costruire di un sistema di responsabilità civile delle agenzie di rating che tenga conto delle peculiarità del diritto dei mercati finanziari, alla stregua di analoghe analisi già condotte con riferimento alla responsabilità di analisti finanziari e intermediari finanziari in generale. Un'analisi sulla

---

<sup>(9)</sup> *Ex multis*, P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 109 ss.

responsabilità di soggetti che, come le società di rating, operano sul mercato, non può infatti prescindere dal tentativo di ricostruire quali siano gli aggiustamenti e le precisazioni che il diritto dei mercati finanziari impone alle regole della responsabilità civile tradizionale, dallo sforzo di provare a identificare quale sia la funzione attribuibile alla responsabilità civile e al risarcimento del danno originatosi in occasione di scambi sui mercati finanziari e da quello di individuare quali nuove e diverse esigenze debbano essere soddisfatte alla luce del peculiare contesto nel quale il rimedio del risarcimento del danno è destinato a operare.

Una conferma indiretta dell'esigenza di interpretare le regole della responsabilità civile alla luce dei necessari adattamenti imposti dagli interessi e dalle posizioni giuridiche soggettive tutelate dal diritto dei mercati finanziari è testimoniata dallo stesso dibattito relativo alla limitazione della responsabilità degli intermediari reputazionali e, in particolare delle società di revisione. La preoccupazione che l'ammontare del risarcimento del danno possa condurre al fallimento o all'incapienza il soggetto danneggiante, ritenuto responsabile alla stregua dell'art. 1218 c.c. o dell'art. 2043 c.c., è ignota alla tradizionale riflessione giuridica in materia di responsabilità civile, la quale non necessita di tenere conto della struttura del mercato all'interno del quale il potenziale danneggiante si trova ad operare ed il cui mutamento è spesso destinato a produrre effetti di natura macroeconomica.

A ciò si aggiunga che la responsabilità delle agenzie di rating si innesta in un terreno di per sé di confine, particolarmente scivoloso anche al di fuori della prospettiva del diritto dei mercati finanziari, quale è la responsabilità per diffusione di informazioni inesatte. In sostanza, dunque, alla necessità di affrontare problemi nuovi e caratteristici del diritto dell'economia e dei mercati finanziari, quale quello sopra ricordato, vi è l'ulteriore difficoltà derivante dall'aver a che fare con regole di responsabilità civile che, anche al di fuori del mercato, presentano momenti di tensione e di rottura con la sistematica tradizionale, dovuti alla particolarità del mezzo attraverso il quale è veicolato l'evento dannoso che consente la diffusione di informazioni a terzi e, più precisamente, al pubblico indistinto.

Se la responsabilità per diffusione di informazioni inesatte, false e fuorvianti, è, di per sé, banco di prova delle tradizionali regole della responsabilità civile, lo è ancora di più qualora essa sia calata nell'ambito del mercato finanziario e quindi qualora sia destinata alla tutela di esigenze nuove e talmente complesse da amplificarne notevolmente la portata. La dottrina giuridica italiana si è per lungo tempo angustiata nell'individuazione dei casi in cui la diffusione di informazioni false o inesatte potesse costituire illecito – prima ancora che illecito contrattuale o extracontrattuale – ovvero condotta non legittimante il ricorso alla sanzione civilistica. Tale interrogativo si arricchisce ora di nuova importanza, posto che la risposta a un tale quesito è destinata ad avere ripercussioni sull'andamento del mercato finanziario e, talvolta, nei casi più gravi, dell'economia reale.

L'individuazione dei casi in cui la responsabilità sussiste e dei casi in cui la diffusione di informazioni inesatte al mercato non giustifica il rimedio civilistico è foriera di conseguenze tali da richiedere un'attenta riflessione sui confini della responsabilità e sulla sua portata e ci riporta, ancora una volta, all'interrogativo dal quale si è partiti: quale debba e possa essere il bilanciamento tra l'esigenza di tutela degli investitori, sviati dalla diffusione di giudizi di rating errati, e l'esigenza di garantire un ordinato e trasparente sviluppo del mercato dei servizi di valutazione del merito di credito, senza che il rimedio civilistico del risarcimento del danno costituisca sanzione sproporzionata per le agenzie di rating, in

grado di determinarne l'uscita dal mercato e, quindi, di accentuare la struttura già fortemente oligopolistica – o, secondo alcuni, duopolistica – del mercato del rating <sup>(10)</sup>.

La responsabilità delle agenzie di rating è terreno d'elezione per un simile dibattito e pertanto, richiede di mettere ordine all'interno delle molteplici problematiche che si presentano all'attenzione dello studioso. Obiettivo della presente analisi è dunque quello di individuare quali siano i «confini» della responsabilità delle agenzie di rating: in quali casi l'agenzia sia chiamata a rispondere e quando, invece, essa vada esente da responsabilità. Un esame di questo tipo richiede, in primo luogo, di effettuare alcune distinzioni e alcune ulteriori premesse.

In particolare, come è già stato osservato in passato, la responsabilità dei soggetti che operano sul mercato, specie attraverso la pubblicazione di certificazioni, giudizi, opinioni e informazioni in senso lato, si può utilmente distinguere a seconda che la responsabilità sia affermata per diffusione di informazioni inesatte nel mercato primario ovvero per diffusione di informazioni inesatte nel mercato secondario, poiché, a seconda dei casi, la responsabilità si atteggia in modo diverso e presenta problematiche in parte difformi, che richiedono talvolta l'accentuazione della funzione di deterrenza della sanzione civile e talaltra di una funzione di tipo compensativo a favore del danneggiato <sup>(11)</sup>. Si ritiene di poter utilmente attingere da tale distinzione, posto che la diffusione dei giudizi di rating assume caratteristiche anche molto diverse a seconda che essa avvenga in occasione della sollecitazione all'investimento ovvero in occasione di scambi sul mercato secondario; ciò tuttavia con una precisazione. Tale distinzione, concettualmente netta, è destinata a sfumare se si considera che il giudizio di rating è sovente incluso in documenti quali prospetti informativi e documenti d'offerta, che caratterizzano non soltanto la prima sollecitazione all'investimento nel mercato primario, ma anche l'offerta di titoli già emessi e dunque già in circolazione. Pertanto, pur tenendo a mente le peculiarità della diffusione dei giudizi di rating in occasione dell'appello al pubblico risparmio nel mercato primario, e in particolare, in occasione del ricorso ad operazioni di cartolarizzazione dei crediti, si è ritenuto più opportuno impostare l'analisi condotta nelle pagine che seguono distinguendo

---

<sup>(10)</sup> Per alcune notazioni sul carattere oligopolistico dell'offerta dei servizi di valutazione del merito di credito da parte delle agenzie di rating si vedano A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, Cheltenham, UK – Northampton, USA, 2013, 208 ss.; 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 *Contr. e impr.*, 2005, 930 s. In argomento cfr. anche la *Nota illustrativa alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento CE n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, (COM(2011) 747 definitivo), del 15 novembre 2011, dove la Commissione europea «ricorda che, benché esistano agenzie di dimensioni più ridotte, il mercato del rating è dominato da tre grandi operatori (Fitch, Moody's e Standard & Poor's) che insieme detengono globalmente oltre il 95% della quota di mercato». Di duopolio parlano, ad esempio, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012, 112, e, specialmente, il Parlamento europeo nella *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating*, 2003/2081 (INI) del 24 gennaio 2004, disponibile su <http://www.europarl.europa.eu>, con riferimento all'attività di rating su scala globale.

<sup>(11)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 54 ss., ravvisa una «decisa bipartizione nella disciplina dell'informazione agli investitori», tra diffusione di informazioni nell'ambito delle operazioni di sollecitazione all'investimento, ossia del mercato primario, e informazione al mercato secondario e, pertanto, suddivide nettamente la sua analisi a seconda che la tutela civile sia invocata per investimenti effettuati sul mercato primario ovvero sul mercato secondario. Secondo l'Autore, nel mercato primario il problema delle asimmetrie informative risulterebbe più accentuato che nel mercato secondario, in assenza di meccanismi di efficienza informativa riconducibili, in buona sostanza, alla presenza di *traders* e di altri operatori qualificati che si attivino nella ricerca di informazioni sull'emittente. Questo determinerebbe un maggior peso della funzione di deterrenza (*deterrence*) della sanzione civile nell'ambito della diffusione di informazioni inesatte sul mercato primario. Sul punto si veda più diffusamente *infra*, capitolo 4, sezione I.



tra responsabilità delle agenzie di rating per i giudizi sul merito di credito inclusi in prospetti informativi e documenti d'offerta – pubblicati anche in occasioni diverse dalla prima emissione del titolo – e responsabilità per diffusione di giudizi di rating al mercato non veicolati da un documento di tal genere.

Si tratta di una distinzione non nuova, suggerita, tra l'altro, anche dalla legislazione statunitense in materia di mercati finanziari (la quale, difatti, prevede una diversa regolamentazione a seconda che la diffusione di informazioni *misleading* avvenga sul mercato primario ovvero sul mercato secondario), che permette di individuare in modo più preciso quali siano i confini della responsabilità che le agenzie di rating possono essere chiamate a sopportare in entrambi gli scenari <sup>(12)</sup>.

La nostra indagine non potrà dunque prescindere dalla preziosa esperienza maturata nell'ordinamento statunitense, che oramai da parecchi decenni ha affrontato e disciplinato il tema della responsabilità delle agenzie di rating, unitamente ad altri problemi affini ad esso, quali il conflitto di interessi tra agenzie e società committenti o l'eccessivo affidamento del mercato sui giudizi sul merito di credito che ambirebbero, invece, ad essere considerati come «mere opinioni», protette dal Primo Emendamento della carta costituzionale americana. Copiosa è la casistica giurisprudenziale statunitense in materia di responsabilità delle agenzie di rating, dalla quale si cercherà di attingere al fine di individuare quali possano essere i possibili inadempimenti e le possibili condotte illecite delle agenzie di rating, posto che, una simile giurisprudenza è sconosciuta in Italia <sup>(13)</sup>.

L'analisi dei profili di responsabilità delle agenzie di rating nel mercato primario e secondario, condotta nel quarto e nel quinto capitolo del presente lavoro, sarà, pertanto, preceduta da un esame comparatistico della responsabilità delle agenzie di rating nel diritto statunitense, allo scopo di inquadrare meglio i problemi che saranno poi affrontati nel prosieguo.

Sulla base degli spunti forniti dalla legislazione, dalla dottrina e dalla giurisprudenza statunitensi si procederà poi ad esaminare quali siano gli effettivi confini della

---

<sup>(12)</sup> Come si osservava nel testo, è la stessa *securities regulation* statunitense che spinge nel senso di una distinzione, anche per quanto riguarda la disciplina delle informazioni inesatte al mercato, tra emissione di nuove *securities* e negoziazioni su *securities* già emesse. È noto che la normativa che riguarda l'emissione di nuovi strumenti finanziari è, nell'ordinamento statunitense, contenuta nel *Securities Act* del 1933, mentre gli scambi sul mercato secondario, che hanno ad oggetto titoli già emessi, sono sottoposti alla disciplina del *Securities Exchange Act* del 1934. Per tutti si vedano L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *Securities Regulation*, New York, 4<sup>th</sup> ed., 2006, 326 ss. A ciò si aggiunga che, negli Stati Uniti, la responsabilità da prospetto si distingue dalla responsabilità per diffusione di false informazioni al mercato poiché la prima è, in sostanza, invocabile solo in relazione a nuove emissioni di strumenti finanziari per le quali sia stato pubblicato un prospetto. Ciò si deve, in primo luogo, all'elaborazione giurisprudenziale del c.d. *trace back requirement*, che, con riferimento alle richieste risarcitorie per false informazioni contenute nel *registration statement* ai sensi della *Section 11* del *Securities Act*, richiede all'investitore di provare che i titoli acquistati provenivano effettivamente dall'insieme di titoli offerti in base al documento d'offerta invertitiero. In secondo luogo, la decisione della Corte Suprema statunitense in relazione al caso *Gustafson v. Alloyd Co., Inc.*, 513 U.S. 561 (1995), ha limitato l'applicabilità della *Section 12(a)(2)* del medesimo *Securities Act* – che prevede la responsabilità di colui che *alieni* strumenti finanziari sulla base di un prospetto invertitiero – ai soli acquisti effettuati in occasione di offerte pubbliche promosse dall'emittente o dal suo azionista di controllo. Sul punto si veda M. VENTURUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003, 17 ss.

<sup>(13)</sup> Così anche F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 146, il quale osserva che «l'ordinamento statunitense risulta essere il primo ad essersi confrontato con i danni prodotti dalle agenzie di rating nonché l'unico ad annoverare una sufficiente casistica giurisprudenziale e ad avere elaborato una serie di principi che – per quanto opinabili – forniscono un prezioso contributo pratico dal quale partire per esaminare la questione».

responsabilità che le agenzie di rating potrebbero trovarsi a dover fronteggiare nelle corti nazionali nell'eventualità in cui l'errato giudizio sul merito di credito sia, rispettivamente, incluso in un prospetto (o documento d'offerta), ovvero sia semplicemente diffuso al pubblico, tramite organi di stampa, siti internet, altri operatori del mercato e via dicendo.

Ai fini di una tale indagine – e specialmente per quanto riguarda i profili di responsabilità nel mercato secondario – occorrerà, inoltre, non soltanto attingere dall'esperienza statunitense, ma preliminarmente ripercorrere, con qualche breve cenno, il dibattito circa la risarcibilità del danno da rating e le novità legislative in materia di disciplina delle agenzie di rating che si sono susseguite negli ultimi anni, e, successivamente, svolgere qualche ulteriore considerazione in merito al ruolo che le agenzie di rating rivestono all'interno del mercato finanziario. Una compiuta analisi delle tematiche attinenti alla responsabilità, infatti, non può non tenere conto della funzione e del ruolo che l'ordinamento attribuisce alle agenzie di rating e delle peculiarità che tale ruolo presenta rispetto ad altri soggetti, sempre operanti sul mercato, quali le società di revisione e gli analisti finanziari.

Del ruolo svolto dalle agenzie di rating in rapporto agli altri intermediari finanziari occorrerà tenere conto trasversalmente nell'esame dei profili di responsabilità delle agenzie posto che esse svolgono la propria attività di analisi e valutazione unitamente ad altri soggetti e che sono destinate a interagire non solo con gli emittenti, i quali a loro volta diffondono, obbligatoriamente o volontariamente, informazioni al pubblico, ma anche con gli intermediari finanziari che svolgono servizi di collocamento titoli presso il pubblico (o, più in generale, servizi di investimento a beneficio del pubblico), con le società di revisione e via dicendo. In un contesto in cui vi sono diversi operatori finanziari, soggetti alla vigilanza di diverse autorità, quali la Consob, la Banca d'Italia e ora l'ESMA, l'individuazione del regime di responsabilità applicabile alle agenzie di rating e dei suoi confini passa necessariamente per una distinzione del ruolo delle agenzie rispetto a tali soggetti e attraverso l'individuazione dei casi in cui le agenzie di rating rispondono in solido con i medesimi. Obiettivo di questa parte dell'indagine sarà, dunque, quello di individuare se vi sia uno spazio per l'affermazione di una responsabilità «esclusiva» e «specificata» delle agenzie di rating e quali siano le ipotesi in cui la responsabilità di altri soggetti che operano sul mercato trascina, in regime di solidarietà risarcitoria, la responsabilità delle agenzie di rating.

Anticipando i risultati dell'indagine ai quali si ritiene di poter pervenire, si osserva che le caratteristiche della responsabilità «da prospetto» nel nostro ordinamento e il ruolo che le agenzie di rating ricoprono nel mercato italiano consentono di individuare degli spazi per una responsabilità esclusiva delle agenzie e di escludere che le medesime rispondano, nella generalità dei casi, in solido con altri soggetti. Un tale approdo interpretativo è in grado di ridimensionare le preoccupazioni di un'indebita estensione della responsabilità delle agenzie a scapito della loro permanenza sul mercato.

Rimane, tuttavia, aperto il problema di garantire, ciò nondimeno, una tutela effettiva per gli investitori nei casi in cui l'agenzia sia chiamata a rispondere del danno arrecato attraverso la diffusione di giudizi di rating colposamente errati, falsi o fuorvianti. Di ciò ci si occuperà nell'ultima parte dell'indagine, che esaminerà, alla luce delle novità normative introdotte con il Regolamento UE n. 462/2013, quali margini vi siano per agevolare l'ottenimento da parte degli investitori della prova in ordine all'elemento soggettivo dell'illecito e al nesso di causalità.

In sintesi, dunque, il presente lavoro proverà a verificare se il sistema di responsabilità civile delle agenzie di rating, alla luce delle peculiarità del diritto dei mercati finanziari, consenta agli investitori di ottenere ristoro del danno subito, agevolando l'ottenimento della prova in ordine all'elemento soggettivo dell'illecito e al nesso di causalità, e scongiurando, al contempo, il pericolo che la condanna al risarcimento del danno gravi eccessivamente sull'agenzia di rating ponendo a rischio la sua operatività sul mercato. In questo quadro, tenendo a mente l'evoluzione normativa europea e il ruolo svolto dalle agenzie di rating in rapporto agli altri partecipanti al mercato, una preliminare analisi del sistema di responsabilità civile delle agenzie di rating negli Stati Uniti si giustifica in ragione del fatto che, non essendovi significativa giurisprudenza in Italia, le pronunce delle corti statunitensi risultano fondamentali ai fini della tipizzazione delle possibili condotte illecite delle agenzie e della individuazione delle caratteristiche del possibile danno da rating. Prima ancora di una tale tipizzazione occorrerà, tuttavia, fornire una breve ricognizione e descrizione dei servizi forniti dalle agenzie di rating, dei giudizi di rating e del procedimento valutativo necessario per pervenire al giudizio di rating.

## 2. Brevi cenni in materia di rating.

Le agenzie di rating sono società private che si occupano di fornire, di regola dietro pagamento di un corrispettivo, un servizio di valutazione del merito di credito di imprese, quotate e non, e dei titoli di debito da queste emessi. Le principali agenzie di rating operanti sulla scena mondiale, anche attraverso società controllate, sono le americane Moody's<sup>(14)</sup> e Standard & Poor's<sup>(15)</sup> e la francese Fitch<sup>(16)</sup>, le quali, in buona sostanza, «attraverso un

---

<sup>(14)</sup> La prima agenzia di rating fu fondata da John Moody il quale, dopo il «Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities», nel 1909 pubblicò un manuale contenente l'analisi del valore dei titoli ferroviari disponibili sul mercato pubblico che venne successivamente ampliato fino a comprendere l'analisi dei titoli di società industriali. La Moody's Investors Services viene fondata solo successivamente, nel 1914, e da quel momento in poi ha continuato a espandere la propria attività di valutazione del merito di credito a diverse tipologie di titoli presenti sul mercato. Attualmente è una tra le due più grandi agenzie di rating operanti a livello mondiale. In generale, sulla storia di Moody's, cfr. G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2014, 23 s., e L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 33 s. (nota 9).

<sup>(15)</sup> Le origini di Standard & Poor's risalgono al 1916 e si devono principalmente all'opera di Henry Varnum Poor, che già in precedenza si era interessato a tematiche attinenti l'analisi azionaria. La società nasce dalla fusione di due società distinte che originariamente fornivano servizi diversi dall'analisi del merito di credito. Nel 1906 venne, infatti, fondato lo Standard Statistic Bureau allo scopo di fornire informazioni di natura finanziaria che normalmente non erano messe a disposizione delle imprese statunitensi. L'attività di valutazione del merito di credito di titoli obbligazionari e del debito sovrano ad opera dello Standard Statistic Bureau comincia, tuttavia, solamente dieci anni più tardi e continua a seguito della fusione con la Poor's Publishing, avvenuta nel 1941. Nel 1966 Standard & Poor's sarà acquisita dall'attuale società capogruppo, la McGraw-Hill Publishing Company, Inc., che ha poi cambiato la propria denominazione sociale in The McGraw-Hill Companies. Al riguardo, cfr. G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 24 s., e, diffusamente, anche L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 30 ss. (nota 8).

<sup>(16)</sup> La società Fitch Ratings fu fondata a New York nel 1913 e, prima di cominciare la pubblicazione di rating veri e propri, attraverso una scala di rating introdotta nel 1924, si dedicava esclusivamente all'elaborazione di statistiche finanziarie. La società ha continuato ad operare al fianco di società di maggiori dimensioni, quali Moody's e Standard & Poor's, fino alla sua acquisizione, nel 1997, da parte della società IBCA Limited, con sede a Londra, che le ha permesso di incrementare sensibilmente la propria quota mondiale nel settore delle valutazioni del merito di credito. In occasione della fusione con IBCA Limited, la società è giunta sotto il controllo della francese Fimalac S.A., che aveva in precedenza acquisito il controllo di IBCA Limited. Nonostante rimanga una società di rating di minori dimensioni, se paragonata ai principali competitors Moody's e Standard & Poor's, Fitch ha progressivamente incrementato la propria quota di mercato

processo analitico (...) raccolgono dati finanziari e non, li elaborano e pubblicano un'opinione neutrale sulla bontà creditizia dell'emittente o dell'emissione»<sup>(17)</sup>.

Di regola si tratta di un giudizio che viene reso noto al pubblico, specie quando ha ad oggetto titoli emessi da società quotate, ma vi sono delle ipotesi, meno frequenti, nelle quali il rating è messo a disposizione solamente di pochi interessati<sup>(18)</sup>. In particolare, si distinguono casi ormai estremamente rari in cui è l'investitore – solitamente un soggetto professionale – e non l'emittente a commissionare la valutazione sul merito di credito di quest'ultimo, magari al fine di acquisire informazioni utili sulla controparte di una potenziale iniziativa imprenditoriale, la quale viene quindi resa nota esclusivamente al soggetto che conferisce l'incarico all'agenzia; casi in cui il giudizio di rating è messo a disposizione degli investitori mediante abbonamento o meccanismi di *subscription*; e casi in cui, invece, il rating è comunicato al mercato mediante le più svariate modalità<sup>(19)</sup>.

Sono queste ultime due modalità di diffusione dei giudizi di rating a suscitare particolare interesse in un'indagine sui profili di responsabilità delle agenzie nei confronti degli investitori poiché, nel primo caso, occorrerà tener conto del fatto che l'investitore è venuto a conoscenza del voto di rating accedendo all'area riservata del sito internet dell'agenzia attraverso un meccanismo di *subscription* che richiede l'accettazione di termini e condizioni generali di contratto (*terms and conditions*), mentre nel secondo caso punto di partenza dell'analisi dovrà essere ravvisato nella libera conoscibilità e disponibilità del rating al pubblico indistinto.

La comunicazione al mercato dei giudizi di rating e la loro larga diffusione è oggi agevolata, tra l'altro, dall'introduzione, ad opera del Regolamento UE n. 462/2013, della c.d. piattaforma europea del rating («European Rating Platform»), nella quale verranno pubblicati tutti i giudizi emessi dalle agenzie operanti sui mercati europei<sup>(20)</sup>. Tale modalità

---

attraverso l'acquisizione di altre agenzie di rating minori che sono andate via via affermandosi sul mercato o in particolari nicchie di mercato, quali l'americana Duff & Phelps Credit Rating Co. e la Thomson BankWatch. Cfr. sul punto G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 25 s. e L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 34 s. (nota 10).

<sup>(17)</sup> G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 54.

<sup>(18)</sup> Il contenzioso statunitense in materia ha talvolta avuto ad oggetto ipotesi di questo tipo. In argomento si rimanda a quanto si dirà *infra* ai §§ 2.2.2. e 2.2.3. del secondo capitolo. Si rimanda, in particolare, al caso *Dun & Bradstreet, Inc., v. Greenmos Builders, Inc.*, 472 U.S. 749; 105 S. Ct. 2939; 86 L. Ed. 2d 593; 1985 U.S. LEXIS 103; 53 U.S.L.W. 4866; 11 Media L. Rep. 2417. Al riguardo si veda anche F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 509, il quale ricorda come la valutazione del merito di credito possa essere «commissionata» da chi intenda conoscere la solvibilità di un terzo o di un particolare investimento, assumendo, quindi, le forme della «consulenza *ad hoc*». Si segnala, inoltre, che la normativa europea non si applica a tali rating «privati». Sul punto si veda *infra*, capitolo 3, § 1.4.

<sup>(19)</sup> In argomento cfr. F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 219.

<sup>(20)</sup> La Piattaforma Europea del Rating (ERP) è una piattaforma *online* all'interno della quale dovranno essere pubblicati tutti i giudizi emessi dalle agenzie registrate e comunicati all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), l'autorità europea incaricata della vigilanza accentrata sulle agenzie di rating (sul punto si veda *infra*, capitolo 3, § 1.2.1.) Essa sarà gestita all'interno di un sito internet creato appositamente dall'ESMA e permetterà una più ampia conoscibilità dei giudizi di rating al pubblico degli investitori. Il Regolamento UE n. 462/2013 richiede, inoltre, all'ESMA di redigere dei *Regulatory Technical Standards* i quali avranno ad oggetto anche il funzionamento della Piattaforma Europea del Rating. Esistono, comunque, altri siti internet e altre piattaforme *online* nelle quali è possibile consultare i rating. Un esempio è dato dal sito [www.ratingplatform.com](http://www.ratingplatform.com), la cui origine si deve all'iniziativa della *European Association of Credit*

di diffusione si accompagnerà dunque alla pubblicazione in giornali e riviste specialistiche, alla pubblicazione in siti internet specializzati e piattaforme *online* di raccolta dei giudizi di rating, alla inclusione dei giudizi nei prospetti informativi, nei documenti d'offerta e in altre comunicazioni al mercato, e alla comunicazione tramite intermediari finanziari, che hanno finora consentito un'ampia diffusione al pubblico indistinto del contenuto delle valutazioni sul merito di credito e che rappresentano il mezzo principale ed elettivo attraverso il quale il rischio di credito viene solitamente segnalato al mercato.

Di rating vi è oggi, a livello europeo, una espressa definizione legislativa, particolarmente rilevante ai fini dell'analisi che ci si propone sulla responsabilità delle agenzie di rating all'interno dell'ordinamento italiano. Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. a, del Regolamento CE n. 1060/2009, per rating del credito deve intendersi «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 di categorie di rating stabilito e definito». Tale definizione, tuttavia, per la sua ampiezza non contribuisce in modo decisivo all'individuazione delle tipologie di strumenti finanziari che possono essere oggetto di valutazione da parte delle agenzie di rating.

L'attività delle agenzie di rating consiste, più precisamente, nella predisposizione di «credit reports», ossia relazioni contenenti analisi e valutazioni del merito di credito, che sono poi racchiuse in giudizi sintetici costituenti il «rating» vero e proprio. A seconda che il rating abbia ad oggetto il merito di credito di un ente e, quindi, la capacità di tale soggetto – di regola una impresa o una società privata, ma anche stati sovrani ed enti pubblici – di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni di natura finanziaria, ovvero che il rating sia chiamato a esprimere un giudizio sul merito di credito di singole emissioni obbligazionarie o di altri titoli di debito, e pertanto abbia riguardo al rischio di credito associato a un particolare investimento in strumenti di debito, generalmente in termini di probabilità di restituzione del capitale investito e regolare pagamento degli interessi previsti a scadenza, si suole distinguere, rispettivamente, tra *issuer rating* e *issue rating* <sup>(21)</sup>. Il *bond rating* si differenzia sensibilmente dall'*issue rating* in quanto, pur potendo a seconda dei casi coincidere con esso, più che essere una valutazione del rischio di credito associato a singoli strumenti di debito riguarda in generale i prestiti obbligazionari in essere dell'emittente e misura la probabilità di restituzione del capitale e regolare pagamento degli interessi tenendo conto anche delle garanzie fornite in occasione delle singole emissioni obbligazionarie <sup>(22)</sup>.

Oltre che di rating sul profilo di rischio di credito di un emittente (*issuer rating*) ovvero di uno strumento di debito (*issue rating*), si possono quindi individuare ulteriori tipologie di rating, tra le quali il già ricordato *bond rating*, ossia il rating obbligazionario; il *sovereign credit rating*, ossia il c.d. rating «sovrano», avente ad oggetto il merito di credito degli stati sovrani; il *bank financial strenght rating*, i.e. il rating avente ad oggetto la solidità finanziaria delle banche; e il *bank loan rating*, ossia il rating sui prestiti bancari <sup>(23)</sup>.

---

*Rating Agencies* (EACRA), che costituisce una piattaforma di giudizi di rating. Cfr. inoltre gli artt. 8-ter e 11-bis del Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(21)</sup> P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011, 27 ss.

<sup>(22)</sup> G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 61, ricordano che il *bond rating* è «uno dei più importanti indicatori del merito di credito dell'emittente ed è attribuito a ciascuno dei prestiti obbligazionari in essere dell'emittente».

<sup>(23)</sup> G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 61.

Vi è poi una classificazione per certi versi «trasversale» alle varie tipologie di rating, che distingue i giudizi in questione a seconda che questi siano stati richiesti (e pagati) dall'emittente, ovvero che l'agenzia abbia spontaneamente deciso di valutare il merito di credito di un emittente o di uno strumento di debito. I primi, i c.d. *solicited ratings* (rating «sollecitati»), sono invero molto più comuni dei secondi, ossia dei c.d. *unsolicited ratings* (rating «non sollecitati»), anche in ragione di alcune critiche avanzate da più parti alla possibilità che l'emissione, da parte delle agenzie, di rating non richiesti potesse svolgere una funzione «ricattatoria» nei confronti degli emittenti <sup>(24)</sup>. Infatti i rating non richiesti o *unsolicited* sono elaborati facendo riferimento esclusivamente a informazioni pubblicamente disponibili e, pertanto, sono solitamente più bassi dei rating *solicited*, che invece sono ottenuti anche attraverso la collaborazione dell'emittente e dunque anche attraverso l'accesso a informazioni riservate o non pubblicamente disponibili, circa, ad esempio, le prospettive imprenditoriali di sviluppo dell'attività dell'emittente, e via discorrendo. In un tale scenario, l'emittente può essere indotto a commissionare un giudizio che altrimenti non richiederebbe, proprio al fine di ottenere un miglioramento del rating *unsolicited* già reso pubblico.

La distinzione tra rating su richiesta dell'emittente e rating rilasciati sulla base dell'autonoma iniziativa dell'agenzia è foriera di numerose differenze sul piano pratico anche per quanto riguarda la struttura della procedura attraverso la quale si perviene al giudizio di rating. Nel primo caso, infatti, a seguito della richiesta dell'emittente <sup>(25)</sup>, l'agenzia provvede a individuare una commissione alla quale viene assegnato il compito di formulare il giudizio di rating attraverso l'effettuazione di un'analisi di natura economico-finanziaria e qualitativa, che viene condotta attraverso ripetuti incontri con il *management* dell'emittente, al fine di valutare le politiche e le strategie aziendali, i piani operativi e finanziari e i dati finanziari e contabili della società emittente. La commissione successivamente si riunisce per emettere il giudizio che viene reso noto alla società emittente prima ancora di essere pubblicato, consentendo a quest'ultima, nel caso in cui non fosse d'accordo con la valutazione alla quale è pervenuta la commissione, di avere accesso a un meccanismo di «appello», in occasione del quale la società provvede a fornire alla commissione valutatrice ulteriori dati e informazioni che a suo giudizio possono influire positivamente sulla valutazione del merito di credito. Esaurito o meno il procedimento di appello summenzionato, a seguito dell'emissione del giudizio di rating, che all'interno del territorio dell'Unione Europea avviene, secondo quanto precisa l'art. 4, par. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009, «quando il rating è stato pubblicato sul sito Internet dell'agenzia di rating del credito o con altri mezzi o distribuito previo

---

<sup>(24)</sup> Questo è d'altro canto quanto è stato sostenuto nel caso *Jefferson County School District v. Moody's Investors Service, Inc.*, 175 F.3d 848; 1999 U.S. App. LEXIS 8460; 27 Media L. Rep. 1737, dal distretto scolastico che, avendo ricevuto un rating non richiesto, aveva citato in giudizio l'agenzia Moody's. Più approfonditamente si veda *infra*, § 2.2.1. del secondo capitolo. In argomento, richiamando un'indagine condotta dal periodico *The Economist*, anche 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., 932. Di *unsolicited rating* oggi è presente anche una definizione legislativa, per vero non particolarmente chiarificatrice, introdotta dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(25)</sup> Si rammenta, infine, che a seguito delle modifiche introdotte alla disciplina delle agenzie di rating del credito ad opera del Regolamento UE n. 462/2013, in occasione delle operazioni di cartolarizzazione del credito, qualora un emittente o un soggetto ad esso collegato intendano richiedere una valutazione del merito di credito di strumenti finanziari strutturati, tale richiesta deve essere indirizzata a due agenzie di rating, incaricate di esprimere ciascuna la propria valutazione del merito di credito indipendentemente l'una dall'altra. Cfr. art. 8-*quater* del Regolamento CE n. 1060/2009, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013.

abbonamento»<sup>(26)</sup>, il rating viene reso pubblico e circola attraverso le differenti modalità già ricordate (dalla pubblicazione in riviste specialistiche, alla pubblicazione sul sito internet dell'agenzia di rating e/o dell'emittente, alla diffusione tramite intermediari specializzati, all'inclusione in prospetti e documenti informativi e via dicendo).

Nel caso di rating *unsolicited*, la procedura di elaborazione e pubblicazione del rating è in gran parte analoga a quella appena descritta, ad eccezione dei ripetuti incontri con il *management* della società interessata e dell'esperimento della procedura di appello, che, ovviamente, non hanno luogo. La differenza maggiormente significativa nella struttura delle due procedure riguarda, pertanto, le informazioni a disposizione dell'agenzia di rating che, per l'assenza di una collaborazione da parte dell'emittente, hanno ad oggetto esclusivamente dati pubblicamente disponibili.

In ogni caso, successivamente alla pubblicazione del giudizio di rating l'agenzia provvede a «sorvegliare» il rating, ossia a verificare l'andamento del merito creditizio dell'emittente o dello strumento di debito al fine di mutare, ove necessario, il giudizio di rating emesso. Con riferimento ai rating emessi da agenzie operanti sui mercati finanziari europei, ad esempio, per espressa previsione dell'art. 8, par. 5, Regolamento CE n. 1060/2009, il rating è soggetto a revisione almeno una volta all'anno – diventano due, in caso di rating sovrani<sup>(27)</sup> – ovvero ogni qualvolta la revisione sia ritenuta necessaria a seguito di accadimenti che possono avere un impatto sul merito di credito dell'emittente o dell'emissione.

Salvo quanto si dirà per gli *short term ratings*, il giudizio di rating ambisce ad incorporare un orizzonte temporale di validità del giudizio stesso che vada oltre il breve periodo e, pertanto, a mostrare una certa stabilità. Tuttavia, quando durante la revisione appare verosimile che il giudizio di rating precedentemente emesso sarà sottoposto a modifica (in aumento o diminuzione) le agenzie pongono il rating sotto osservazione, ossia pongono il rating in «credit watch»<sup>(28)</sup>. Ad ogni modo, non è infrequente la pubblicazione, contestualmente al giudizio di rating o anche a posteriori, di un c.d. «outlook», che può essere positivo o negativo, a seconda che la variazione attesa dal processo di revisione della valutazione precedentemente emessa sia rispettivamente di segno positivo o negativo<sup>(29)</sup>.

Ogni agenzia ha proprie metodologie attraverso le quali elaborare i giudizi sul merito di credito. Tali metodologie, in passato tenute rigorosamente riservate, devono essere ora pubblicate – solitamente ciò avviene sul sito internet della società – e diffuse,

---

<sup>(26)</sup> Nel rispetto di quanto prescrive l'art. 10 del Regolamento CE n. 1060/2009 in materia di comunicazione e presentazione di rating del credito.

<sup>(27)</sup> A seguito della modifica apportata all'art. 8 del Regolamento CE n. 1060/2009 ad opera dell'art. 1 del Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(28)</sup> G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 69. Il *credit watch* serve sostanzialmente a segnalare al pubblico degli investitori che, a seguito di nuovi accadimenti e nuove informazioni disponibili, il rating è stato messo sotto osservazione perché potrebbe mutare nel breve periodo. Così anche A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 294 (nota 14).

<sup>(29)</sup> L'*outlook*, o «prospettiva di rating», è definito dall'art. 1 del Regolamento UE n. 462/2013, in modifica dell'art. 3 del Regolamento CE n. 1060/2009, come «un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi». Come ricorda anche A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009*, cit., 294 (nota 14), solitamente il rating include anche un *outlook* positivo o negativo. La presenza di *outlook* positivo o negativo non implica necessariamente che il rating sarà modificato nel senso indicato dall'*outlook*, posto che trattasi esclusivamente di una prospettiva di evoluzione del rating. Talvolta, quando non è possibile indicare se l'*outlook* sarà positivo o negativo, esso viene indicato come *evolving*.

unitamente ad altre informazioni <sup>(30)</sup>. Nonostante tali metodologie siano ora pubbliche, alcuni aspetti della valutazione del merito di credito rimangono sovente poco chiari. Basti pensare al fatto che numerosi rimangono gli interrogativi circa il peso relativo assunto dai singoli dati presi in considerazione nella formulazione dei giudizi. Tuttavia, dall'esame comparativo delle informazioni diffuse al riguardo dalle agenzie di rating sono state quantomeno ricostruite le tipologie di dati e valori presi in considerazione nelle valutazioni. Essi riguardano, sostanzialmente, le prospettive di crescita dell'emittente, anche in rapporto ai propri *competitors* e ai mutamenti tecnologici e strutturali del settore di appartenenza, le caratteristiche dell'ambiente competitivo e della regolamentazione posta a presidio del settore, il fabbisogno di capitale dell'emittente e i possibili impieghi del capitale medesimo in attività quali ricerca e sviluppo, il rapporto tra fabbisogno di capitale circolante rispetto a quello fisso, la struttura proprietaria dell'emittente, l'adeguatezza dei flussi di cassa in rapporto al debito, indici finanziari quali l'EBIT e l'EBITDA – che esprimono il reddito operativo aziendale (*earnings before interests and taxes*), e il margine operativo lordo (*earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation*) –, l'indebitamento e la struttura del debito, la volatilità dei ricavi, il rendimento sul capitale permanente, indici quali il ROE (*Return on equity*) e il ROA (*Return on assets*), dati inerenti la flessibilità finanziaria etc. <sup>(31)</sup>. In sintesi, può osservarsi che l'analisi quantitativa si svolge sulla base di dati economici, patrimoniali e finanziari risultanti dal bilancio e dalle altre scritture contabili della società e prevede l'utilizzo di modelli di *scoring*, mentre l'analisi qualitativa, il cui peso può variare da emittente a emittente e che impone di considerare fattori attinenti alle prospettive di crescita dell'emittente, al mercato di riferimento, alla sua localizzazione geografica, al contesto politico e regolamentare di riferimento, etc., richiede un apporto maggiore da parte di processi valutativi difficilmente apprezzabili in termini oggettivi <sup>(32)</sup>.

Il grande spazio che l'analisi di rating lascia alla componente qualitativa e a momenti valutativi talvolta discrezionali è d'altro canto alla base delle definizioni di rating fornite dalle stesse agenzie. Se negli Stati Uniti, come si vedrà meglio in seguito, il rimarcare la natura di «mere» opinioni, protette dal Primo Emendamento, dei giudizi di rating è stato funzionale a ottenere protezione dalle domande giudiziarie volte ad accertare la responsabilità delle agenzie, anche in altri Paesi si è assistito ad una qualificazione del rating, da parte delle agenzie, in termini di opinione o mero giudizio. Difatti, la pubblicazione dei giudizi di rating è di regola accompagnata da appositi *disclaimers* volti a scoraggiare l'investitore dal fare eccessivo (o esclusivo) affidamento sui giudizi medesimi,

---

<sup>(30)</sup> La norma europea di riferimento in materia di metodologie di rating è l'art. 8 del Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013. In particolare, tale norma prevede che la società debba comunicare al pubblico «le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzati nelle sue attività di rating del credito» (par. 1). Deve essere data altresì notizia al pubblico di ogni cambiamento relativo alle metodologie di rating. A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009*, cit., 298, ricorda al riguardo che le agenzie hanno piena libertà nella definizione delle proprie metodologie di rating, essendo soggette esclusivamente ad obblighi di *disclosure* e di aggiornamento delle metodologie adottate. Per alcuni cenni sulla disciplina statunitense in materia di metodologie di rating si vedano le previsioni introdotte dal *Credit Rating Agency Reform Act* e dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, sulle quali si tornerà *infra*, §§ 1.2.1. e 1.3.1 del secondo capitolo.

<sup>(31)</sup> Approfonditamente sul tema, G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 69. Si vedano anche A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 34 s.; e L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 66.

<sup>(32)</sup> In argomento si veda, in particolare, G. DE LAURENTIIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 133 ss., che sottolinea la notevole importanza delle analisi di tipo qualitativo e delle valutazioni discrezionali di tali risultanze nell'ambito dei processi di assegnazione del rating (da cui, appunto, il nome di processi «judgment based»).



sottolineando che trattasi di valutazioni aventi ad oggetto la probabilità di accadimento di avvenimenti futuri (nella specie, il *default*) che, pertanto, non presentano margini di certezza, ma devono essere esclusivamente uno dei tanti possibili strumenti ad ausilio dell'investitore nel compimento delle scelte di investimento.

In generale, se è forse più facile individuare cosa *non* sono i rating – non sono raccomandazioni di investimento, non sono indicatori della liquidità del mercato né della correttezza dei prezzi formatisi sul mercato, non sono nemmeno misure assolute della probabilità di *default* associata a un'emittente o a una singola emissione –, più difficile risulta individuare, in termini positivi *cosa è* un rating. Eppure si tratta di un compito ciò nondimeno importante, posto che da tale definizione sovente dipendono i confini della responsabilità ascrivibile a coloro che tali giudizi pubblicano e diffondono sul mercato, ed è per tale ragione che, nel corso della successiva analisi, non potrà prescindersi dalla – seppur ampia – definizione legislativa di rating del credito adottata dall'art. 3 del Regolamento CE n. 1060/2009.

Il rating è espresso attraverso il ricorso a simboli alfanumerici che identificano differenti gradi e categorie di rischio e/o merito di credito, o, *rectius*, differenti probabilità di *default*, i quali, pur variando di agenzia in agenzia, presentano anche molte somiglianze fra loro. Le differenze sono riconducibili in sostanza, oltre all'utilizzo di simboli in parte diversi, al fatto che ciascuna «notch», ossia la singola categoria di rating, fa riferimento a una definizione di *default* che varia sensibilmente da agenzia ad agenzia <sup>(33)</sup>. Infatti, nel sistema di valutazione di Moody's, si versa in una situazione di *default* in caso di mancato o ritardato pagamento degli interessi e del capitale a scadenza, inclusi i ritardi nei pagamenti dovuti nel periodo di mora; nel caso in cui si assista a uno sfavorevole cambiamento delle condizioni del debito, come quando vengono rinegoziate e diminuite le garanzie che assistono il credito, ovvero i titoli vengono sostituiti con altri strumenti di debito che presentano condizioni economiche meno favorevoli, oppure ancora quando paia evidente che il cambiamento in senso peggiorativo delle condizioni del debito abbia lo scopo di tentare di evitare il *default* del debitore; ed infine qualora l'emittente sia in una situazione di fallimento, amministrazione controllata o sia stata iniziata nei confronti dell'emittente una analoga procedura concorsuale ovvero vi siano altri impedimenti al regolare adempimento delle obbligazioni contratte. Nella scala di valutazione di Standard & Poor's, invece, la situazione di *default* si associa, oltre ai menzionati casi di fallimento, amministrazione controllata e altre procedure di tipo concorsuale, anche alle ipotesi in cui vi sia una spontanea richiesta di accesso a una procedura concorsuale o, prima ancora, quando non venga regolarmente effettuato il pagamento di una somma dovuta a titolo di capitale e/o di interessi e, infine, a seguito di un'offerta di ristrutturazione del debito che riduce il valore totale di quest'ultimo <sup>(34)</sup>. Come pare evidente, dunque, le definizioni di *default* utilizzate dalle agenzie di rating al fine di costruire il proprio sistema alfanumerico di valutazione sono estremamente simili tra di loro, ma non perfettamente equivalenti, nonostante si

---

<sup>(33)</sup> Più in generale, oltre alle diverse nozioni di *default* utilizzate dalle agenzie, G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, cit., 111, ricorda che «[l]e classi di rating omologhe di agenzie diverse, cioè allo stesso livello ordinale [...], sono tipicamente qualificate con probabilità di *default* che non sono identiche e, in qualche caso si discostano in modo significativo».

<sup>(34)</sup> Le definizioni di *default* adottate dalle diverse agenzie di rating sono riportate anche da G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 66 s., i quali sottolineano come esse in realtà non facciano altro che sommarsi alle definizioni adottate dalla legislazione fallimentare dei singoli ordinamenti e alle definizioni ricorrenti in normative di origine sovranazionale, come, ad esempio, la definizione accolta dagli accordi di Basilea II (*ivi*, 64 ss.).

tenda a ritenere che rating di grado equivalente provenienti da diverse agenzie facciano riferimento al medesimo grado di rischio di credito; circostanza che, appunto, potrebbe non verificarsi.

Il successo dei servizi di rating è senz'altro dovuto, in buona parte, al sistema di *ranking* utilizzato che consente di condensare analisi lunghe e complesse in un sistema di valutazione di agevole lettura e consultazione, anche da parte dell'investitore meno esperto, il quale, difatti, solitamente ripone il proprio affidamento nella professionalità del soggetto che elabora tale valutazione <sup>(35)</sup>. La scala di valutazione di Moody's prevede *notches* decrescenti che vanno da Aaa, a segnalare una qualità del credito elevata, a Ca, a segnalare un emittente in *default*, passando per Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1 e così via fino a Ca. Diversamente, Standard & Poor's e Fitch, e anche altre agenzie di rating minori che hanno scelto di utilizzare il sistema valutativo adottato da queste ultime, fanno ricorso a una scala di valutazione che da AAA arriva fino a D, passando per gradi intermedi con simboli decrescenti, accompagnati da un segno più o meno per indicare minime variazioni nella qualità del credito (AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, e così via fino a D, lettera che segnala il fallimento o il *default*) <sup>(36)</sup>. I giudizi di qualità superiore, da AAA (o Aaa) a BBB- (Baa3) sono definiti *investment grade*, poiché ritenuti più sicuri dal punto di vista del merito creditizio. Viceversa, i giudizi di rating inferiori a detta soglia sono denominati *speculative grade*, e i titoli che ottengono tali giudizi sono talvolta denominati *junk bonds*, per la loro natura più rischiosa che li rende maggiormente adatti a un investimento di tipo speculativo.

Talvolta, accanto ai simboli summenzionati, compaiono ulteriori simboli con la funzione di segnalare particolari caratteristiche del rating in questione. Si usa, in alcuni casi, associare al rating il simbolo «pi», al fine di indicare che il rating è stato ottenuto attraverso l'analisi di «public information», ovvero il simbolo «q» ad indicare, invece, che il rating è stato ottenuto esclusivamente attraverso analisi di tipo quantitativo e quindi matematico-finanziario <sup>(37)</sup>. Inoltre, quando il giudizio di rating si riferisce esclusivamente a una

---

<sup>(35)</sup> Del resto, la tesi della natura contrattuale della responsabilità professionale poggia sull'affidamento riposto in colui che fornisce la prestazione professionale da parte dei soggetti «che su di essa fanno conto sulla base di un contatto sociale funzionale». Così C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 482 s.

<sup>(36)</sup> Una spiegazione dettagliata della scala di valutazione utilizzata da Moody's è consultabile sul sito della società ([https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004)). Anche Standard & Poor's e Fitch hanno pubblicato le proprie scale di valutazione alfanumeriche, consultabili rispettivamente sui siti [http://img.en25.com/Web/StandardandPoors/SP\\_CreditRatingsGuide.pdf](http://img.en25.com/Web/StandardandPoors/SP_CreditRatingsGuide.pdf) e [http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf). Una dettagliata esemplificazione dei sistemi di *ranking* utilizzati dalle agenzie di rating è fornita anche da L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 42 ss. (nota 17). Come ricordano G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 63, i simboli alfanumerici utilizzati per le valutazioni sulla solidità finanziaria delle banche di regola differiscono da quelli utilizzati per le altre tipologie di rating menzionate nel testo.

<sup>(37)</sup> L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 65, ricorda che vi sono alcune agenzie di rating di minori dimensioni che esprimono i propri giudizi utilizzando esclusivamente il modello matematico. Solitamente invece, come si è ricordato nel testo, all'utilizzo di modelli matematici e alle analisi quantitative, le maggiori agenzie affiancano anche un'analisi di tipo qualitativo. Sull'utilizzazione di suffissi a segnalare particolari caratteristiche del rating, cfr. ad esempio STANDARD & POOR'S, *Standard and Poor's Ratings Definitions*, 22 giugno 2012, disponibile sul sito [http://www.standardandpoors.com/spf/general/RatingsDirect\\_Commentary\\_979212\\_06\\_22\\_2012\\_12\\_42\\_54.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/general/RatingsDirect_Commentary_979212_06_22_2012_12_42_54.pdf), dove si specifica che i ratings accompagnati dalla sigla «pi» sono fondati solo sulle informazioni rese pubbliche dall'emittente, mentre i rating contrassegnati dalla lettera «q» sono ottenuti mediante una analisi esclusivamente quantitativa di dati pubblici (*ivi*, 18 s.).

prospettiva di breve periodo – tendenzialmente inferiore all’anno – tutte e tre le agenzie prevedono l’utilizzo di simboli appositi diversi da quelli appena ricordati <sup>(38)</sup>. Infine, il Regolamento CE n. 1060/2009 ha espressamente previsto l’utilizzo di una simbologia differente nel caso di strumenti finanziari strutturati, prevedendo altresì che l’agenzia debba specificare in una apposita relazione in cosa differisca la metodologia utilizzata per la valutazione del merito di credito di tali strumenti rispetto alla metodologia standard <sup>(39)</sup>.

Il sistema di valutazione mediante ricorso a giudizi di rating, come appena descritto, rappresenta, quindi, un utile ausilio alle scelte di investimento di investitori istituzionali e non. Esso, tuttavia, incontra alcuni limiti, dovuti dal fatto che i giudizi di rating sono valutazioni «relative» e non «assolute»; come a dire che il giudizio AAA non rappresenta una garanzia di sicurezza dell’investimento, ma vuole semplicemente indicare che un titolo che abbia ottenuto tale rating è «comparativamente» più sicuro, in termini di rischio di credito, rispetto a un titolo che abbia ottenuto, ad esempio, un rating AA o BBB.

Anche se in termini relativi, il rating svolge, dunque, la funzione di segnalare il merito di credito di un emittente o di un’emissione, senza avere riguardo ad altri fattori di rischio collegati all’investimento, quali possono essere il rischio di tasso di interesse, il rischio di cambio, il rischio di mercato, ovvero, per quanto riguarda profili non finanziari, anche il rischio di commissione di frodi da parte dell’emittente <sup>(40)</sup>. Ciò nondimeno è considerato un importante strumento in grado di ridurre le asimmetrie informative tra emittente e investitori, al fine di evitare fenomeni di selezione avversa sui mercati finanziari e di consentire la comparabilità tra diverse tipologie di investimenti possibili. Nonostante il rating costituisca uno di tanti elementi che gli investitori normalmente tengono in considerazione nell’adozione di scelte di investimento, non si è mancato di sottolineare come ci si sia venuti a trovare «in un contesto in cui il giudizio di rating sui prodotti finanziari costituiva (e costituisce tutt’oggi) il principale, e talvolta l’unico, elemento di valutazione della rischiosità di un investimento» <sup>(41)</sup>, complice il fatto che, specialmente per investimenti effettuati in ottica non meramente speculativa e, perciò, non esclusivamente orientati al conseguimento di un profitto di breve periodo, la componente del rischio di credito assume un peso determinante nell’assunzione delle scelte di investimento e disinvestimento.

Pertanto, sia pure con esclusivo riferimento a strumenti di debito o loro derivati, ovvero strumenti ibridi di debito e capitale – che, a differenza delle azioni, possono essere oggetto delle valutazioni sul merito di credito – i giudizi di rating sono un fondamentale segnale circa la bontà dell’investimento proposto, che acquista tanta più importanza quanto

---

<sup>(38)</sup> Sulle simbologie utilizzate nei rating dalle maggiori agenzie di rating a livello mondiale, si rimanda alle indicazioni contenute nelle rispettive guide al rating. Cfr. FITCH RATINGS, *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*, disponibile sul sito [http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf); MOODY’S, *Rating Symbols and Definitions*, aggiornato a settembre 2013, disponibile sul sito [https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004); STANDARD & POOR’S, *Standard and Poor’s Ratings Definitions*, cit.

<sup>(39)</sup> In argomento, ad esempio, F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., 137.

<sup>(40)</sup> G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 54.

<sup>(41)</sup> A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell’attività*, cit., 292; 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 *Banca borsa tit. credito*, 2008, I, 53. In senso analogo anche V. SANGIOVANNI, *Obbligazioni Lehman Brothers e tutele degli investitori*, nota a Trib. Venezia, 5 novembre 2009, in *Contratti*, 2010, 231.

maggiore è la complessità dello strumento finanziario considerato <sup>(42)</sup>. Oltre a consentire una migliore individuazione del ruolo assunto dai giudizi di rating con riferimento alle scelte di investimento, la natura degli strumenti oggetto di tali valutazioni contribuisce a differenziare in termini sostanziali l'attività delle agenzie di rating da quella di altri soggetti ai quali sono sovente accostate, come gli analisti finanziari, che invece svolgono un'attività valutativa, per certi versi simile, con riferimento ad azioni e altri titoli di capitale, che di regola, a differenza del rating, è finalizzata a fornire una vera e propria raccomandazione di investimento <sup>(43)</sup>.

Per quanto riguarda, da ultimo, il corrispettivo percepito dalle agenzie per il servizio reso nei termini appena descritti, si ricorda che originariamente a pagare per il servizio di rating erano i suoi effettivi utilizzatori, ossia gli investitori attuali e potenziali intenzionati a raccogliere dati e informazioni sul merito di credito delle imprese nelle quali avevano investito o avevano intenzione di investire. Tali soggetti acquistavano i servizi delle agenzie mediante la sottoscrizione di abbonamenti alle riviste specialistiche da queste curate, che fornivano analisi del merito di credito delle principali possibilità di investimento, essenzialmente nella forma di giudizi di rating sintetici.

Tuttavia, a metà degli anni '70 del secolo scorso, al modello *subscriber-pays* sopra menzionato si è andato a sostituire un modello *issuer-pays*, nel quale a pagare i servizi delle agenzie di rating sono proprio le società che l'agenzia è chiamata a valutare, a seguito della conclusione di un apposito accordo contrattuale. I motivi di un tale cambiamento nelle modalità di generazione dei ricavi caratteristici delle società di rating sono molteplici e riconducibili sostanzialmente alla maggiore fruibilità delle fotocopie, che ha aumentato il rischio di *free-riding* sul contenuto dei giudizi tra gli investitori abbonati, e alla necessità delle società, emittenti e non, di segnalare al pubblico la propria solidità patrimoniale, economica e finanziaria e il proprio merito di credito a seguito di alcuni *crack* finanziari di dimensioni considerevoli avvenuti proprio in quel periodo, tra i quali si ricorda in particolare il *default* della società americana Penn Central <sup>(44)</sup>.

---

<sup>(42)</sup> Cfr., ad esempio, R. PATERNO, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 400. Per una breve ricognizione delle principali tipologie di titoli obbligazionari si rimanda, tra gli altri, a E. FRANZA, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contratti*, 2009, 74 ss.

<sup>(43)</sup> *Ex multis*, A. PERRONE, *Le società di rating*, in AA.VV., *Le società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 1025.

<sup>(44)</sup> Tra i tanti, F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 3, 1999, 652 s., disponibile anche su <http://www.ssrn.com>. In argomento, nella letteratura italiana sul tema, cfr. F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., 123. Anche G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 24, ricordano, tra gli eventi che hanno portato all'affermarsi del modello *issuer pays*, l'avvento delle fotocopiatrici. Significativo è, peraltro, il fatto che il *default* della società Penn Central abbia costituito una delle ragioni determinanti il passaggio a un modello *issuer-pays*. Tale ragione, infatti, affonda le proprie radici nei problemi di selezione avversa che da sempre sono stati adottati a giustificazione di interventi normativi in materia di informazione al mercato. Sul punto si veda *infra*, capitolo 4, § 1.2, nota 321.

## LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING NEL DIRITTO STATUNITENSE

SOMMARIO: 1. La regolamentazione delle agenzie di rating negli Stati Uniti. Origini e evoluzione. – 1.1. Il valore regolamentare del rating. – 1.2. Il *default* Enron e le prime riflessioni in materia di regolamentazione delle agenzie di rating. – 1.2.1. (*Segue*) Il *Credit Rating Agency Reform Act*. – 1.3. La crisi dei mutui *subprime* e le esigenze di regolamentazione. – 1.3.1. (*Segue*) Le nuove regole in materia di agenzie di rating introdotte dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. – 2. La responsabilità delle agenzie di rating nella giurisprudenza statunitense. Limiti e problemi. – 2.1. L'applicabilità del Primo Emendamento della Costituzione americana alle agenzie di rating. – 2.1.1. (*Segue*) L'*actual malice* come *required state of mind*. – 2.1.2. (*Segue*) La tutela del rating nella sentenza *In re Fitch*. – 2.2. La responsabilità per colpa e la *negligent misrepresentation*. *Privity of contract* e *duty of care* nelle controversie in tema di responsabilità delle agenzie di rating. – 2.2.1. (*Segue*) Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti delle società chiuse e delle società emittenti. – 2.2.2. (*Segue*) Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti di un singolo investitore. – 2.2.3. (*Segue*) Responsabilità per la comunicazione di un giudizio di rating a un gruppo di investitori o al pubblico. – 2.3. La responsabilità dell'agenzia di rating in caso di frode. *Pleading standard* e *fraud-on-the-market theory*. – 2.3.1. (*Segue*) Il termine di prescrizione. – 3. Verso un primo riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating negli Stati Uniti. – 3.1. La giurisprudenza successiva alla crisi dei mutui *subprime*. Nuove esigenze di tutela. – 3.2. (*Segue*) La sentenza *Abu Dhabi*. – 4. Primi rilievi conclusivi.

### 1. La regolamentazione delle agenzie di rating negli Stati Uniti. Origini e evoluzione.

Negli Stati Uniti, per una prima disciplina dell'attività e delle metodologie utilizzate dalle agenzie di rating nella formulazione dei propri giudizi sul merito di credito, si è dovuto aspettare quasi un secolo dalla pubblicazione dei primi rating, ad opera di John Moody, nel 1909, e ancora di più se si considera che l'attività delle *mercantile credit agencies*, progenitrici delle moderne agenzie di rating deputate a valutare il merito di credito dei commercianti, risale al 1841 <sup>(45)</sup>.

Tale ritardo si deve, in larga misura, a due fattori. Da un lato, l'attività delle agenzie di rating è stata ricondotta – sulla scorta di quanto affermato dalle agenzie di rating stesse – alla libertà di stampa e di espressione, di opinioni di natura economica e finanziaria in questo caso, tutelata dal Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti, secondo il quale «Congress shall make no law (...) abridging the freedom of speech, or of the press (...)» <sup>(46)</sup>.

---

<sup>(45)</sup> La prima *mercantile credit agency* degli Stati Uniti è stata costituita a New York nel 1841 da Lewis Tappan. Successivamente acquistata da Robert Dun, l'agenzia ha pubblicato la prima «guida» sui rating (*ratings guide*) nel 1859. Nel 1933, a seguito della fusione con l'agenzia concorrente fondata nel 1849 da John Bradstreet, la Dun & Bradstreet è diventata una delle principali operatrici nel mercato dei rating, acquisendo il controllo di Moody's Investors Services nel 1962 (cfr. R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, in *FRNBY Quarterly Review*, Summer-Fall 1994, disponibile anche su [http://www.newyorkfed.org/research/quarterly\\_review/1994v19/v19n2article1.html](http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.html), 1 s.; A.K. RHODES, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-placed Reliance or Free-market Interference?*, in *20 Seton Hall Legis J.* 293, 1996, 301). Più in generale, sulle origini dell'attività di valutazione del merito di credito e sulla nascita delle agenzie di rating si veda, diffusamente, A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 13 ss.

<sup>(46)</sup> Tale principio è applicabile anche alla legislazione statale statunitense in virtù del quattordicesimo emendamento.

Su tale profilo si tornerà diffusamente più avanti, per l'innegabile interesse che il presidio del Primo Emendamento presenta non soltanto quale limite all'attività legislativa, ma, specialmente, quale limite rispetto all'accertamento di un'eventuale responsabilità civile in capo alle agenzie di rating. Tuttavia, occorre fin d'ora soffermarsi sul secondo fattore che ha determinato un notevole ritardo nell'implementazione di una qualche disciplina in materia. Si tratta dell'opinione, largamente diffusa nella dottrina – anche di matrice economica – che ha affrontato il tema del ruolo delle agenzie di rating nel mercato finanziario, secondo la quale queste ultime sarebbero intermediari reputazionali in grado di acquisire – e mantenere, in caso di diligente svolgimento della propria attività valutativa – «capitale reputazionale» sul mercato <sup>(47)</sup>. Nell'assunzione di una decisione di (dis)investimento, l'investitore-creditore, infatti, non guarda soltanto alla «reputazione» della società debitrice, ma si affida altresì al giudizio di agenzie di rating indipendenti per ottenere una più compiuta valutazione del merito di credito della società o dei titoli da questa emessi: i «credit ratings» sono, dunque, «a competitive, reputation-driven business, and agencies will survive only to the extent they are accurate and reliable in assessing the credit risks of borrowers» <sup>(48)</sup>.

La perdita reputazionale che seguirebbe all'attribuzione di rating errati, specialmente in caso di *default* di una società i cui titoli siano stati ritenuti dall'agenzia di rating un investimento «sicuro» – e, pertanto, siano stati collocati al di sopra della soglia dell'*investment grade* – sarebbe tale da menomare la capacità dell'agenzia di rating di operare sul mercato, determinandone, nei casi più gravi, l'uscita. Non sussisterebbero, dunque, secondo questa opinione, particolari esigenze in grado di giustificare un intervento legislativo e regolatorio in materia, posto che condotte (gravemente) negligenti dell'agenzia sarebbero sufficientemente disincentivate dall'operare sul mercato dei meccanismi reputazionali sopra descritti <sup>(49)</sup>.

---

<sup>(47)</sup> *Ex multis*, S.L. SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, in *Univ. Ill. L. Rev.* 1, 2002, 12 ss., disponibile anche su <http://www.ssrn.com>; G. HUSISIAN, *What Standard of Care should govern the world's shortest editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in 75 *Cornell L. Rev.* 411, 1990, 426, il quale ritiene che «[t]he very value of an agency's ratings, like an accountant's opinions, lies in their independent, reliable evaluation of a company's financial data. Moreover, the arguments which militate against the recent expansion of accountant liability are even stronger in the rating agency arena. While a poor audit may be difficult to detect (except in the rare occurrences when the company actually goes bankrupt and its books are opened to all in bankruptcy court), a rating is much more visible (...). The market not only will punish poorly performing firms, but will do so swiftly»; A.K. RHODES, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-placed Reliance or Free-market Interference?*, cit., 296 e 316 ss.; R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 4. In generale, sul ruolo del capitale reputazionale nel processo decisionale degli operatori del mercato finanziario, si veda F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 628: «[r]eputational capital leads parties to include "trust" as a factor in their decision making; trust enables parties to reduce the costs of reaching agreement. Reputational capital is especially valuable when a small number of actors interact repeatedly. In such situations, cooperation among individuals can prevail even without a government authority, as players learn information about other players' strategies (*i.e.* their reputations)».

<sup>(48)</sup> L'opinione è richiamata (e ampiamente criticata) da F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 631. Cfr. Anche 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 L. Rev.* 109, 2009, 15 ss., disponibile anche su <http://www.ssrn.com>; J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, 2010, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 2 s. Fortemente critico rispetto al fatto che il mercato, a prescindere dai meccanismi reputazionali, sia in grado di disciplinare efficientemente l'attività delle agenzie di rating anche F.A. BOTTINI JR., *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in 30 *San Diego L. Rev.* 579, 1993, 579 ss.

<sup>(49)</sup> S.L. SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, cit., 13 ss., sostiene che «there is little reason to believe that increased regulation will improve the reliability of ratings. Rating

Non stupisce, allora, che, a seguito dei *crack* finanziari dei primi anni 2000, e specialmente del *default* del colosso energetico Enron (si v. *infra*, § 1.2. di questo capitolo), anche i più strenui sostenitori di un «private ordering of public markets»<sup>(50)</sup> abbiano in parte rivisto le proprie convinzioni, ammettendo l'esigenza di introdurre una qualche forma di regolamentazione dell'attività delle agenzie di rating, quantomeno al fine di agevolare e consentire l'operatività dei meccanismi reputazionali di mercato.

Interventi di riforma in materia sono stati, d'altro canto, auspicati anche da chi, in netto dissenso rispetto alla *reputational capital view*, ha ritenuto che il successo ottenuto dalle agenzie di rating negli ultimi decenni si spiegasse non tanto in ragione della loro reputazione di indipendenza e affidabilità, quanto piuttosto in forza del crescente peso attribuito ai giudizi di rating dalla legislazione federale e statale in materia economica, ossia per via del c.d. «valore regolamentare del rating»<sup>(51)</sup>. In tale ottica, i meccanismi reputazionali di mercato operano correttamente soltanto in assenza di una legislazione che incorpori, in funzione di «benchmark», i giudizi delle agenzie di rating. Se, dunque, i «ratings are valuable not because they are accurate and credible, but because they are the key to reducing costs associated with regulation»<sup>(52)</sup>, nei casi in cui la legislazione, federale e statale, riconduce benefici di varia natura, o il prodursi di conseguenze giuridicamente rilevanti, all'ottenimento di un dato rating; tra gli interventi di riforma auspicati vi sarebbe quello di ridurre, se non di eliminare, i riferimenti contenuti nella legislazione vigente ai giudizi di rating, al fine di ripristinare gli incentivi alla produzione di valutazioni sul merito di credito corrette e affidabili<sup>(53)</sup>.

---

agencies have had a remarkable track record of success in their ratings, and recent experience is even more reliable» e, specialmente, che «[i]naccurate ratings will impair, if not destroy, a rating agency's reputation (...). Thus, rating agencies should want to continue to provide accurate ratings, whether or not there is regulation» (*ivi*, 14). Similmente, R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 4, ritengono che «[w]hile the current payment structure [*i.e.* il modello *issuer-pays*, nel quale l'agenzia di rating è pagata direttamente dalla società committente] may appear to encourage agencies to assign higher ratings to satisfy issuers, the agencies have an overriding incentive to maintain a reputation for high-quality, accurate ratings. If investors were to lose confidence in an agency's ratings, issuers would no longer believe they could lower their funding costs by obtaining its ratings. As one industry observer has put it, "every time a rating is issued, the agency's name, integrity, and credibility are on the line and subject to inspection by the whole investment community" (Wilson, 1994). Over the years, the discipline provided by reputational considerations appears to have been effective, with no major scandals in the ratings industry».

(50) L'espressione è di S.L. SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, cit., 1 ss.

(51) Diffusamente, F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 619 ss., il quale ritiene che «the view of credit rating agencies as prospering based on their ability to accumulate and retain reputational capital does not explain all of the dramatic changes in the value of ratings over time; it is not plausible that four rating agencies have risen (or fallen) together in lock-step based on their collective ability (or inability) to generate valuable credit information. Second, during two critical periods – the 1930s and the mid-1970s through 1990s – credit ratings increased in importance, each instance paradoxically followed by a series of bond defaults demonstrating the rating agencies' serious mistakes in rating bonds» (*ivi*, 654). L'opinione dell'Autore è richiamata anche da J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 3. In senso contrario, C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in 82 *Washington Univ. Law Quart.* 43, 2004, 65 ss., disponibile anche su <http://www.ssrn.com>.

(52) F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 681 ss.

(53) Così, ad esempio, L.J. WHITE, *The SEC's Other Problem*, disponibile su <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2002/12/v25n4-10.pdf>, 42, con ulteriori approfondimenti rispetto all'intervento reso in occasione di un'audizione davanti alla Camera dei Rappresentanti in data 2 aprile 2003, *Rating the rating agencies: the state of transparencies and competition*, disponibile su <http://financialservices.house.gov/media/pdf/108-18.pdf>.

## 1.1. Il valore regolamentare del rating.

A seguito del tracollo economico del 1929 il legislatore statunitense – prima federale e poi statale – ha cominciato a incorporare nella legislazione vigente riferimenti alle valutazioni sul merito di credito adottate dalle agenzie di rating allora operanti. Il primo di tali interventi, peraltro tra i maggiormente incisivi, risale al 1931, quando il Dipartimento del Tesoro americano, tramite il *Comptroller of the Currency*, stabilì che i titoli con rating pari o superiore a BBB potessero essere valutati al costo nel bilancio delle banche, mentre i titoli con rating inferiore a detta soglia erano valutati a prezzo di mercato. A tale provvedimento seguì, nel 1936, un divieto per le banche nazionali di acquistare titoli di debito con rating inferiore all'*investment grade* <sup>(54)</sup>.

Negli anni successivi furono introdotte ulteriori novità normative, ma un vero e proprio riconoscimento dell'attività valutativa delle agenzie di rating si ebbe solamente qualche decennio più tardi e, più precisamente, con l'adozione nel 1975 da parte della *Securities and Exchange Commission* (SEC) della *Rule 15c3-1*, volta a regolamentare i requisiti di capitale degli intermediari finanziari (*broker-dealers*) in funzione dei giudizi di rating attribuiti esclusivamente dalle *Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations* (NRSROs) ai titoli da questi detenuti in portafoglio, senza che, peraltro, fosse fornita alcuna definizione della neocostituita «categoria» delle NRSROs <sup>(55)</sup>. Era chiaro, tuttavia, che il termine si riferiva alle tre principali agenzie di rating operanti al tempo nel mercato statunitense: Moody's, Standard & Poor's e Fitch <sup>(56)</sup>.

A partire da quel momento, i giudizi delle agenzie di rating sono stati utilizzati quale *benchmark* in numerose disposizioni contenute o emanate in attuazione delle previsioni del *Securities Act* del 1933 e del *Securities Exchange Act* del 1934, e financo dell'*Investment Company Act* del 1940. Si pensi, ad esempio, alla previsione introdotta nel 1991 (la *Rule 2a-7* della SEC) al fine di determinare lo spettro dei possibili investimenti dei fondi comuni di investimento monetari (*money market funds*) con riferimento ai rating delle NRSROs <sup>(57)</sup>.

---

<sup>(54)</sup> Tale divieto venne introdotto ad opera della *Section 308* del *Banking Act* del 1935 e della *Section 9* del *Federal Reserve Act*, al fine di limitare gli investimenti da parte delle banche alle sole «investment securities», definite dal *Comptroller of the Currency* con riferimento ai «recognized rating manuals». Cfr. F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 687 s. In argomento si vedano anche J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, 289; R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 6, i quali rammentano anche che nel 1936 il *Comptroller of the Currency* aveva proibito del tutto alle banche gli investimenti in titoli di debito con rating inferiore a BBB (i.e. non *investment grade*); L.J. WHITE, *The SEC's Other Problem*, cit., 39; ID., *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response*, 2010, disponibile su [http://web-docs.stern.nyu.edu/old\\_web/economics/docs/workingpapers/2010/White\\_Credit%20Rating%20Agencies%20for%20JIBLR.pdf](http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2010/White_Credit%20Rating%20Agencies%20for%20JIBLR.pdf), 7; K. DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis*, in 63 *U. Miami L. Rev.* 1111, 2009, 1117; e, più di recente, A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 20 s.

<sup>(55)</sup> In argomento, J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 289; L. FREEMAN, *Who's guarding the gate? Credit-Rating Agency liability as "Control Person" in the Subprime Credit Crisis*, in 33 *Vt. L. Rev.* 585, 2009, 598; C.A. FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, 2006, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 4; A.R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in 54 *Am. J. Comp. L.* 341, 2006, 347.

<sup>(56)</sup> R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 8.

<sup>(57)</sup> F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 691 (spec. nota 348); R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 7; L.J. WHITE, *The SEC's Other Problem*, cit., 40. Per un'analisi delle disposizioni di legge e regolamentari che, al fine di stabilire i requisiti di capitale di banche e altri intermediari finanziari, hanno utilizzato quale termine di riferimento i giudizi di rating, cfr. anche J.P. HUNT, *Proposed Regulatory Solution: One Cheer For Credit Rating Agencies: How the*



In sintesi, la disciplina legislativa e regolamentare statunitense ha progressivamente incoraggiato o imposto, per lungo tempo, ai soggetti operanti sui mercati – banche e altri intermediari finanziari, fondi comuni di investimento, fondi pensione, società assicurative etc. – di investire in obbligazioni e altri titoli di debito con rating superiore alla soglia dell'*investment grade*, sempre a patto che tale rating fosse stato assegnato da una NRSRO. E tale rinvio, per così dire «in bianco», all'attività valutativa delle agenzie si è spinto fino al punto di consentire agli emittenti di utilizzare documenti d'offerta semplificati nei casi in cui il rating attribuito fosse stato superiore a detta soglia <sup>(58)</sup>.

Nonostante i tentativi della legislazione più recente di limitare il peso assunto dai rinvii legislativi e regolamentari ai giudizi di rating nell'ambito della disciplina dei requisiti di capitale di banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione e altri intermediari finanziari (v. *infra*, § 1.3.1. di questo capitolo), il valore regolamentare del rating è e rimane, senz'altro, un fenomeno diffuso e «essenzialmente statunitense», posto che la legislazione europea e la legislazione interna degli stati membri dell'Unione Europea non contengono altrettanti riferimenti ai giudizi di rating <sup>(59)</sup>, nonostante, anche all'interno del territorio dell'Unione Europea, si applichi l'accordo di Basilea II che, nello stabilire i requisiti di capitale delle banche in funzione dei rischi assunti da queste ultime, consente a detti intermediari di fare riferimento ai giudizi di rating emessi dalle agenzie in luogo di una propria valutazione sul rischio di credito <sup>(60)</sup>.

## 1.2. Il *default* Enron e le prime riflessioni in materia di regolamentazione delle agenzie di rating.

L'inaspettato *default* di Enron, all'epoca una delle più grandi *public companies* americane, è stato senz'altro uno dei fattori propulsivi degli interventi di riforma proposti e attuati non soltanto in materia di rating ma anche, ad esempio, di società di revisione dei conti. Le conseguenze disastrose, manifestatesi a seguito alla presentazione, il 2 dicembre 2001, dell'istanza di fallimento di Enron, dapprima per i lavoratori – che, con il posto di lavoro,

---

*Mark-to-Market Accounting Debate Highlights the Case For Rating-Dependent Capital Regulation*, in 60 *S.C. L. Rev.* 749, 2009, 767 ss.

<sup>(58)</sup> Cfr. R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 7 s.; e C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 44 e 53 ss., la quale precisa che «[s]tarting in 1931, and continuing through the 1990s, regulations have been enacted that encourage or require many different types of institutional investors, such as banks, trust companies, pension funds, insurance companies, and money market funds, to prefer investment grade debt over debt that is less highly rated or unrated. Certain types of investors are required to invest all or some proportion of their funds in investment-grade debt». J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 290, ricorda, inoltre, che all'inizio degli anni '80 del secolo scorso, la SEC introdusse un sistema, denominato *shelf-registration*, in base al quale alcuni emittenti potevano registrare in anticipo i titoli da offrire al mercato, in modo tale da procedere alle singole emissioni in tempi più celeri e senza dover attendere per ciascuna di esse il vaglio della SEC sul *registration statement*, a patto, tuttavia, che l'emissione avvenisse entro un periodo di due anni dalla *shelf-registration*. Con riferimento alle emissioni di titoli di debito, l'accesso a tale sistema fu concesso ai soli emittenti titoli che avessero ottenuto un rating *investment-grade* da una NRSRO.

<sup>(59)</sup> In tal senso anche J.C. COFFEE JR, *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 6. In generale, sul valore regolamentare del rating e sull'utilizzazione del rating nella normativa e nella regolamentazione europea e interna, si veda anche M. RISPOLI FARINA, *Profilo evolutivo del ruolo del rating e prospettive di riforma*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 300 ss.

<sup>(60)</sup> Cfr. A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 39 s. e 48, la quale ricorda altresì che anche il successivo accordo di Basilea III conserva in larga misura i riferimenti ai giudizi di rating nel determinare i requisiti di capitale degli intermediari bancari; S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 348; M. GALARDO, *Intervento*, *ivi*, 357 ss.; e R. BASSO, *Amo et odi: il regolatore e la "buona reputazione" delle agenzie di rating*, *ivi*, 362 ss.

hanno visto svanire gran parte delle loro pensioni, investite in azioni Enron – e successivamente per gli investitori, hanno velocemente colpito anche i mercati finanziari, generando una generale sfiducia sul corretto funzionamento dei presidi e dei controlli posti a tutela del risparmio <sup>(61)</sup>.

La grande domanda, all'indomani della presentazione dell'istanza di fallimento, era, infatti, come fosse stato possibile che il *management* di Enron e, in particolare, il CFO, l'amministratore delegato e il presidente della società, avessero potuto commettere irregolarità gestionali e contabili così gravi da portare la società sull'orlo del fallimento senza che gli altri componenti del consiglio di amministrazione, la SEC, la società di revisione Arthur Andersen, gli analisti finanziari e, da ultimo, le agenzie di rating, si fossero accorti di nulla <sup>(62)</sup>.

A partire dal 1997, alcuni componenti del *management* di Enron erano rapidamente riusciti a nascondere il vero stato di salute della società, gonfiando i profitti e la liquidità risultante dai bilanci e nascondendo gran parte delle passività tramite transazioni con parti correlate – nella fattispecie società gestite dal CFO di Enron e da suoi collaboratori –, tramite l'eliminazione dal bilancio della società di passività mediante trasferimento del debito nel bilancio di società veicolo (c.d. «special purpose entities»), la contabilizzazione di alcune operazioni societarie come cessioni di *asset*, senza che però ad esse seguisse un effettivo trasferimento dei rischi connessi alla proprietà degli *asset* ceduti, ovvero come scambi di merci, in luogo di operazioni di finanziamento della società; e tramite l'omessa informativa in bilancio circa le clausole contrattuali che avrebbero determinato l'immediato insorgere di passività al crollare del prezzo delle azioni Enron o del rating (c.d. «rating triggers») <sup>(63)</sup>.

E non è finita qui. Come poi è stato accertato, la società di revisione aveva fornito un contributo alla realizzazione di alcune delle operazioni societarie necessarie a concretare la frode, limitandosi ad avvertire il consiglio di amministrazione circa il fatto che i metodi di contabilizzazione utilizzati dalla società rientravano nel c.d. «high-risk accounting». La SEC, dal canto suo, non soltanto non aveva colto, nel controllo dei report contabili presentati in occasione di alcune delle principali transazioni della società, i segnali d'allarme pur presenti, ma non aveva nemmeno sollevato particolari obiezioni alla richiesta della società di utilizzare il c.d. «mark-to-market accounting», metodo contabile inusuale per una società operante al di fuori del comparto finanziario – in base al quale profitti futuri che dovrebbero derivare da un contratto vengono contabilizzati precedentemente alla loro realizzazione al valore attuale di realizzo – che aveva svolto un ruolo decisivo nella creazione di utili fittizi nel bilancio di Enron. Né la SEC aveva esercitato un controllo sulla

---

<sup>(61)</sup> *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs, Report to the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs*, October 7, 2002, disponibile su <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT82147/pdf/CPRT-107SPRT82147.pdf>, 1. In argomento si vedano anche J. ARMOUR – J.A. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, 2006, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 2.

<sup>(62)</sup> J.C. COFFEE JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, 2002, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 4 s., osserva che «[b]ehind this disruption lies the market's discovery that it cannot rely upon the professional gatekeepers – auditors, analysts and others – whom the market has long trusted to filter, verify and assess complicated financial information. Properly understood, Enron is a demonstration of gatekeeper failure, and the question it most sharply poses is how this failure should be rectified».

<sup>(63)</sup> In generale, sulle modalità con le quali era stata posta in essere la frode da parte del *management* di Enron, si v. J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 18 ss. Cfr. anche *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 20 ss.

corretta utilizzazione di tale metodo successivamente alla sua adozione da parte della società <sup>(64)</sup>.

Comprensibile, dunque, lo stupore degli investitori e del mercato davanti alla mancata vigilanza degli amministratori non esecutivi, all'inefficienza dei controlli della SEC e alla connivenza della società di revisione. Egualmente sorprendente è stata, per molti, la cecità di quella che potrebbe essere definita la «seconda linea» dei controlli, ossia le agenzie di rating e gli analisti finanziari, questi ultimi deputati a valutare l'andamento delle azioni Enron e a fornire raccomandazioni di investimento <sup>(65)</sup>.

È al riguardo significativo che, fino al 17 ottobre 2001, dopo che parte dello scandalo era già venuta alla luce, i maggiori analisti finanziari avessero continuato a raccomandare l'acquisto delle azioni Enron, che parte di essi avessero mantenuto tale giudizio fino alla presentazione dell'istanza di fallimento <sup>(66)</sup> e che «it was not until just four days before Enron declared bankruptcy that the three major credit rating agencies lowered their ratings of the company to below the mark of a safe investment, the investment grade rating» <sup>(67)</sup>. Le agenzie di rating, nonostante i ripetuti incontri e colloqui con il *management* di Enron, non sono state, infatti, in grado di cogliere i campanelli d'allarme presenti nella documentazione consultata – a volte neanche per intero – e di porre le giuste domande <sup>(68)</sup>, né di determinare quali fossero i reali problemi della società, concentrandosi esclusivamente sulla solvibilità di Enron nel breve periodo <sup>(69)</sup>.

---

<sup>(64)</sup> Sul ruolo dei *gatekeepers* nell'ambito dello scandalo Enron, si veda, diffusamente, J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 24 ss. In argomento anche *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 23 ss.

<sup>(65)</sup> In argomento, tra gli altri, J.C. COFFEE JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., 11 ss.; A.R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, cit., 343; T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May the Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, in 14 *Barry L. Rev.* 25, 2010, 37.

<sup>(66)</sup> *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 55 ss.: «on October 17, 2001, the day after the company announced a \$ 1 billion charge to earnings and the day that the Wall Street Journal broke the story of Enron's financial shenanigans involving related-party transactions with partnerships headed by Enron's own chief financial officer, 15 out of 15 of the major analysts who covered Enron had a strong buy or buy rating on the stock» (*ivi*, 55) e, proseguendo, «[o]n December 2, Enron declared bankruptcy. As of that date, only two analysts rated Enron as a sell. Seven firms rated Enron as a hold, and one still rated Enron a buy» (*ivi*, 56). Sul punto anche J.C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 2003, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 22, e, specialmente, ID., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 30 ss. e 252.

<sup>(67)</sup> *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 76. C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 79; ID., *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, in 35 *Conn. L. Rev.* 1145, 2003, 1145 ss., osserva che «Enron's trajectory from financial health to bankruptcy clearly took more than four days. Indeed, it clearly took more than the six week period from the first warning of downgrades through the declaration of bankruptcy». R. JOHNSON, *An Examination of Rating Agencies' Actions Around the Investment-Grade Boundary*, in *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Papers*, 2003, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 1 ss., ricorda che anche in relazione al *default* di Worldcom, avvenuto nel 2002, le agenzie di rating avevano tardato a revisionare il rating precedentemente emesso, mantenendo l'*investment grade* fino al quarantaduesimo giorno prima della presentazione dell'istanza di fallimento da parte della società. Sul *default* di WorldCom si v. *infra*, nota 77.

<sup>(68)</sup> *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 84 s.: «[c]ommittee staff has concluded the agencies did not perform a thorough analysis of Enron's public filings; did not pay appropriate attention to allegations of financial fraud; and repeatedly took company officials at their word, without asking probing, specific questions – despite indications that the company had misled the rating agencies in the past».

<sup>(69)</sup> *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 90; C.A. HILL, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, cit., 1149.

Tuttavia, nonostante non siano mancate analisi circa le presunte carenze delle agenzie di rating, né tantomeno la formulazione di proposte di riforma al riguardo <sup>(70)</sup>, è innegabile che l'attenzione della dottrina giuridica statunitense <sup>(71)</sup> e del legislatore si sia concentrata sui correttivi da apportare alla disciplina delle società di revisione, le cui mancanze, in relazione allo scandalo Enron, erano state veramente macroscopiche. Con l'emanazione, il 30 luglio 2002, del *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002* (c.d. *Sarbanes-Oxley Act*), infatti, il legislatore federale perseguiva – e la SEC, dal canto suo, ha poi attuato – l'obiettivo dichiarato di rafforzare il processo di revisione legale dei conti, aumentando i controlli sui revisori, al fine di ristabilire la fiducia degli investitori nel mercato <sup>(72)</sup>.

Ciò nonostante, la necessità di introdurre una regolamentazione su quelli che, fino ad allora, erano stati individuati tra gli aspetti più critici dell'operato delle agenzie di rating – si trattava principalmente, ma non solo, del problema della trasparenza dei metodi utilizzati dalle agenzie di rating, del conflitto di interessi insito nel modello *issuer-pays*, e legato anche alla fornitura di servizi ulteriori rispetto alla mera valutazione del merito di credito <sup>(73)</sup>, e dell'esigenza di stabilire chiaramente quali fossero i requisiti per ottenere l'accreditamento tra le NRSROs, anche al fine di incrementare la concorrenza sul mercato fortemente concentrato dei servizi di rating <sup>(74)</sup> – non è stata completamente trascurata. Il *Sarbanes-Oxley Act* ha imposto, infatti, alla SEC di predisporre una relazione sul ruolo delle agenzie di rating nei mercati finanziari statunitensi, avendo riguardo anche alla loro capacità di orientare le scelte degli investitori. A seguito di numerose audizioni presso il Congresso americano, il 24 giugno 2003 la SEC ha presentato il «Report on the Role and Function of Credit rating Agencies in the Operation of Securities Markets», seguito poi da un *concept release* <sup>(75)</sup>: un primo passo verso una disciplina legislativa in materia di agenzie di rating negli Stati Uniti <sup>(76)</sup>.

---

<sup>(70)</sup> *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 89 ss.

<sup>(71)</sup> J.C. COFFEE JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., 22 ss.; ID., *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, cit., 16 ss. (spec. 39 ss.).

<sup>(72)</sup> J. ARMOUR – J.A. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, cit., 2 e 14 s., rammentano che «[a]rguably the most fundamental of the Sarbanes-Oxley reforms has been the tightening of controls on auditors. The basic problem, to which the Act responds, is that of managerial influence over auditors». In argomento si vedano anche J.C. COFFEE JR., *What caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, cit., 43; e L.J. WHITE, *The SEC's Other Problem*, cit., 38.

<sup>(73)</sup> *Contra*, C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 84, là dove osserva che «the rating agencies do seem to be free of conflicts».

<sup>(74)</sup> C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 85 ss. Tra le criticità individuate dalla dottrina americana di quegli anni, si annoverano (i) la poca trasparenza delle metodologie di rating e dei processi utilizzati dalle agenzie al fine di pervenire alle valutazioni sul merito di credito; (ii) il problema del conflitto di interessi; (iii) la sussistenza di pratiche anticoncorrenziali messe in atto dalle principali agenzie di rating e (iv) la sussistenza di barriere, principalmente di natura legislativa e regolamentare, all'entrata nel mercato dei servizi di rating. Diffusamente sul punto, C.A. FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, cit., 4 ss. In argomento, anche A.R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, cit., 344 ss., e J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 34 s., il quale ritiene che tra le principali cause delle inefficienze e negligenze delle agenzie di rating nell'ambito dello scandalo Enron, oltre alla mancanza di un mercato concorrenziale dei servizi di rating, vi sarebbe stata la pressione esercitata dalla società stessa sulle agenzie in ragione delle conseguenze disastrose che si sarebbero prodotte sul mercato nel caso di un declassamento del giudizio di rating al di sotto della soglia dell'*investment grade*.

<sup>(75)</sup> Si tratta, in sostanza, di un documento di consultazione. La SEC diffonde periodicamente dei *concept releases* al fine di sollecitare l'opinione pubblica su possibili iniziative regolamentari (cfr. SEC, *Rating*

### 1.2.1. (Segue) Il *Credit Rating Agency Reform Act*.

Le riflessioni sulle criticità dell'operato delle agenzie di rating che hanno seguito prima il *default* Enron e poi quello di WorldCom, altro colosso statunitense operante nel settore delle telecomunicazioni <sup>(77)</sup>, hanno portato, qualche anno più tardi, all'approvazione del *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* (CRARA) <sup>(78)</sup>.

La nuova disciplina ha affrontato espressamente alcuni dei problemi emersi in occasione di tali scandali finanziari, attribuendo alla SEC importanti poteri di supervisione sull'operato delle agenzie di rating. Strumentale all'esercizio di tale controllo è stata la regolamentazione della procedura e dei requisiti per ottenere la registrazione tra le NRSROs – prima non codificata, estremamente vaga e poco trasparente <sup>(79)</sup> – e, soprattutto, l'attribuzione alla SEC del potere di revocare la registrazione in caso di violazione dei regolamenti emanati dalla SEC stessa in materia di conflitto di interessi e del dovere di segretezza sui documenti (non pubblici) messi a disposizione delle agenzie dalle società valutate <sup>(80)</sup>.

---

*Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, disponibile su <https://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>.

<sup>(76)</sup> L. FREEMAN, *Who's guarding the gate? Credit-Rating Agency liability as "Control Person" in the Subprime Credit Crisis*, cit., 599; C.A. FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, cit., 3 (spec. nota 5); C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 58 s.; A.R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, cit., 348 ss.

<sup>(77)</sup> La società di telecomunicazioni WorldCom, fondata nel 1983 e cresciuta rapidamente attraverso una serie di fusioni e acquisizioni, all'epoca del *default*, nel 2002, era una delle più grandi società quotate statunitensi che, per la sua efficienza, aveva positivamente impressionato gli operatori di *Wall Street* riuscendo a mantenere sempre alti i prezzi delle proprie azioni. Gran parte dell'utile risultante dal bilancio di WorldCom era, tuttavia, dovuto alla decisione, assunta dal direttore finanziario della società, di capitalizzare, anziché di spendere in conto economico, i costi di utilizzo delle linee di trasmissione di proprietà di altri operatori. I costi in parola figuravano, pertanto, tra le attività, senza che vi fosse alcun effettivo investimento a essi collegato e quando si scoprì, nel giugno del 2002, che erano stati impropriamente capitalizzati, e, conseguentemente, emersero enormi perdite, WorldCom fu costretta a presentare istanza di fallimento. In occasione di ulteriori indagini condotte successivamente al fallimento vennero poi alla luce numerose altre irregolarità contabili che avevano contribuito a migliorare i risultati di periodo della società. In argomento cfr. J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 36 ss.

<sup>(78)</sup> Sul procedimento di approvazione del CRARA (*Public Law* 109-291, Sept. 29, 2006) alla Camera dei Rappresentanti e al Senato degli Stati Uniti, cfr. G. SHORTER – M.V. SEITZINGER, *Credit Rating Agencies and their Regulation*, in *Credit Rating Agencies. Regulation and Reform Act Review*, New York, 2012, 5.

<sup>(79)</sup> Hanno lamentato l'assoluta opacità della procedura e dei requisiti necessari al fine di ottenere il riconoscimento dello *status* di NRSRO, tra i tanti, R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 8; L.J. WHITE, *The SEC's Other Problem*, cit., 42; e C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 54, secondo la quale «[t]he extent to which the SEC is responsible for the small number of NRSROs is open to debate. Certainly, the procedure to become an NRSRO is opaque. There are no statutes or regulations establishing either the substantive or procedural requirements for an entity to become an NRSRO. The SEC responds that the substantive requirements, while not adopted in a regulation, have been published in a proposed rule and are well known. The SEC is inclined to attribute the paucity of NRSROs to natural market forces. The Egan-Jones rating agency has provided what may be the most visceral anti-SEC comments in this debate. A principal of the Agency said that an SEC official told him: "We won't tell you the criteria [for obtaining NRSRO designation], otherwise you might qualify"». Circa il procedimento di registrazione delle NRSROs presso la SEC prima dell'entrata in vigore del CRARA si veda, infine, C.L. MULLIGAN, *From AAA to F: How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protect Investors*, in 50 *B.C. L. Rev.* 1275, 2009, 1280.

<sup>(80)</sup> L. FREEMAN, *Who's guarding the gate? Credit-Rating Agency liability as "Control Person" in the Subprime Credit Crisis*, cit., 599.

Sotto il profilo della trasparenza delle metodologie di rating, il CRARA ha previsto, invece, l'obbligo per le agenzie di rating di trasmettere alla SEC informazioni concernenti le rilevazioni statistiche, le metodologie utilizzate e il proprio codice di condotta interno, e, in via riservata, una lista dei principali clienti della società. A ciò si è aggiunto l'obbligo di aggiornare periodicamente le informazioni fornite in sede di registrazione <sup>(81)</sup>.

Tra le previsioni maggiormente contestate contenute nel CRARA, in ragione della limitazione che avrebbe introdotto, secondo alcuni, alla possibilità di disciplinare a livello non federale profili anche attinenti alla responsabilità delle agenzie di rating, vi è, infine, quella che ha proibito alla SEC e alle autorità statali e locali di regolamentare «the substance of credit ratings», con particolare riferimento alle procedure e alle metodologie utilizzate dalle agenzie nella formulazione dei propri giudizi <sup>(82)</sup>.

In ottemperanza alle previsioni contenute nel CRARA, negli anni successivi la SEC si è, pertanto, limitata a emanare una serie di disposizioni attuative volte a rendere maggiormente trasparenti, nei confronti dell'autorità stessa e del mercato, le metodologie di rating e le statistiche relative alla performance delle agenzie, prevedendo altresì la pubblicazione da parte di queste ultime delle proprie *rating histories* nel sito internet, regolamentando in maggiore dettaglio la loro procedura di registrazione presso la SEC, e regolando la materia dei conflitti di interesse al fine di incoraggiare la concorrenza sul mercato <sup>(83)</sup>.

### 1.3. La crisi dei mutui *subprime* e le esigenze di regolamentazione.

---

<sup>(81)</sup> Cfr. *Sections 15E(b)1 – 15E(b)2 del Securities Exchange Act del 1934*. In argomento, C.L. MULLIGAN, *From AAA to F: How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protect Investors*, cit., 1287 s.

<sup>(82)</sup> T.M. SULLIVAN, *Federal Preemption and the Rating Agencies: Eliminating State Law Liability to Promote Quality Ratings*, in 94 *Minn. L. Rev.* 2136, 2010, 2151 ss.; D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the “Issuer Pays” Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, in *Colum. Bus. L. Rev.* 605, 2009, 630 s. La previsione in parola, contenuta nella *Section 15E(c)(2) del Securities Exchange Act del 1934* è stata mantenuta dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* e, secondo J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, cit., 20, rifletterebbe l'opinione, espressa dal Congresso, secondo la quale la SEC non avrebbe le competenze per elaborare dei modelli ai quali conformare l'attività delle agenzie di rating, ma potrebbe al più valutarne l'aderenza a modelli predisposti autonomamente dalle agenzie. Parimenti criticata è stata la scelta del CRARA di non disciplinare in alcun modo la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori. In particolare, secondo alcuni, la precisazione, contenuta nel CRARA, che la registrazione presso la SEC quale NRSRO non costituisce in alcun modo una rinuncia a diritti e privilegi altrimenti garantiti alle agenzie di rating dall'ordinamento statunitense sarebbe un'implicita conferma legislativa dell'applicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di rating. In tal senso si veda, ad esempio, K. DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis*, cit., 1142 s. In argomento, da ultimo, anche la sentenza resa nel caso *In re National Century Financial Enterprises, Inc. Investment Litigation*, 580 F. Supp. 2d. 630, 650-651 (S.D. Ohio 2008), ove la Corte ritiene che il divieto di regolare a livello statale la «sostanza» dei giudizi di rating implichi esclusivamente che le autorità statali e locali non possano regolamentare le modalità attraverso le quali le agenzie arrivano ad attribuire a una società o a un titolo di debito una determinata valutazione sul merito di credito, senza che da ciò si possa trarre in maniera automatica un divieto di regolare a livello statale profili attinenti alla responsabilità delle agenzie, materia sulla quale la Corte ritiene di non potersi pronunciare.

<sup>(83)</sup> J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 20 s.; T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 50 s. Diffusamente sul tema, A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, in 62 *Okla. L. Rev.* 735, 2009, 753 ss., ove si esaminano le regole adottate (o anche solo proposte) dalla SEC in attuazione del CRARA; e D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the “Issuer Pays” Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, cit., 648 ss.

Le novità introdotte dal CRARA si sono dimostrate, a pochi mesi dalla sua entrata in vigore, inadeguate a fronteggiare la crisi che esplose a cavallo tra il 2007 e il 2008 <sup>(84)</sup>.

Senza che si abbia la pretesa, in questa sede, di fornire un esame esaustivo delle cause che hanno determinato la crisi o il dispiegarsi dei suoi effetti, occorre tuttavia fare quantomeno menzione del ruolo svolto dalle (o attribuito alle) agenzie di rating nel mercato statunitense dei c.d. «mutui *subprime*», attraverso l'assistenza fornita alla realizzazione di operazioni di *securitization* (i.e. cartolarizzazione dei crediti), posto che ciò ha rappresentato un punto di svolta non soltanto nella disciplina, con l'emanazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform Consumer Protection Act* del 2010 (*Dodd-Frank Act*), ma anche nell'evoluzione della giurisprudenza in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori.

In estrema sintesi, negli anni precedenti la crisi, nel mercato statunitense si è assistito a una fortissima crescita delle emissioni di (e delle contrattazioni su) titoli «strutturati». Si tratta delle c.d. *asset-backed securities* e, in particolare, delle *residential mortgage-backed securities* e delle *collateralized debt obligations*: titoli di debito creati attraverso l'aggregazione, da parte di banche d'investimento e altri intermediari finanziari (*arrangers*), di *assets* di varia natura, ma con caratteristiche simili, in grado di generare pagamenti con i quali poi operare il rimborso del capitale e degli interessi afferenti ai titoli medesimi <sup>(85)</sup>.

Nel caso, ad esempio, delle *residential mortgage-backed securities*, un insieme di mutui ipotecari viene aggregato dall'intermediario finanziario, che cede il «pacchetto» di mutui così confezionato a una società, generalmente una società veicolo, la quale, a sua volta, emette titoli di debito aventi come «sottostante» i mutui acquistati dall'intermediario. L'interesse passivo e l'eventuale restituzione della quota di capitale da corrispondere agli investitori della società veicolo saranno pagati grazie agli interessi attivi e alle somme di capitale percepiti da quest'ultima dai mutuatari, e la differenza tra le due somme corrisponderà, in linea di massima, al ricavo tratto dalla società veicolo e alle commissioni da retrocedere all'intermediario.

I titoli sono emessi in classi o *tranches*, a seconda della protezione accordata agli investitori (*credit enhancement*), e dunque della probabilità di *default* di ciascuna classe; questo poiché i flussi di cassa generati dall'*asset* sottostante – nel caso delle *residential mortgage-backed securities*, dai mutui – saranno destinati prima (al rimborso del capitale e al pagamento degli

---

<sup>(84)</sup> Per un'analisi delle cause sottostanti alla crisi dei mutui *subprime*, della sua evoluzione e del ruolo dell'agenzia di rating in relazione alle emissioni di titoli strutturati nel mercato statunitense si rinvia specialmente a F. PARINYOY, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, *San Diego Legal Studies Paper No. 09-015*, 2009, 5 ss., disponibile su <http://www.ssrn.com>; A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 93 ss. (spec. 101 ss.); A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 735 ss., e a D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, cit., 613 ss. In argomento, in giurisprudenza, si veda invece la sentenza relativa al caso *New Jersey Carpenters Vacation Fund v. The Royal Bank of Scotland Group, PLC, et al.*, 720 F. Supp. 2d 254; 2010 U.S. Dist. LEXIS 29711; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,651. Una dettagliata descrizione del ruolo delle agenzie di rating nella realizzazione delle operazioni di cartolarizzazione e di rating di titoli strutturati è fornita anche dalla SEC. Si veda al riguardo U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), *Summary Report of the Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, disponibile su <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, spec. 6 ss.

<sup>(85)</sup> In argomento, tra i tanti, J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 7 ss.

interessi passivi afferenti) alle classi più *senior*, e soltanto in seguito alle altre (*mezzanine* e *junior*)<sup>(86)</sup>.

Con alcune variazioni, il meccanismo della cartolarizzazione presenta le medesime caratteristiche anche quando l'*asset* sottostante sia costituito in generale da altri prodotti, finanziari e non (da cui il termine *asset-backed securities*), ovvero da obbligazioni e altri titoli di debito, anche strutturati (come nel caso delle *collateralized debt obligations*)<sup>(87)</sup>.

Una trattazione delle technicalità di tali operazioni di cartolarizzazione trascende, per ovvi motivi, le finalità di questo scritto. Per quanto qui di interesse, basterà osservare che le agenzie di rating hanno svolto di regola un ruolo attivo nella loro realizzazione.

In un sistema così complesso, dove le banche si «liberano», cedendoli a terzi, dei rischi connessi alla concessione del credito e non sono spesso incentivate o addirittura nella posizione di valutare il merito di credito dei debitori di ultima istanza, le agenzie di rating hanno svolto il ruolo – in senso lato – di «intermediari» tra investitori e emittenti, fornendo informazioni sul merito di credito dei titoli risultanti dalle operazioni di cartolarizzazione<sup>(88)</sup>.

L'ottenimento di un dato giudizio di rating, specie se superiore alla soglia dell'*investment grade*, nella quasi totalità dei casi è stato determinante per il successo delle operazioni di cartolarizzazione. Grazie alla consulenza fornita dalle agenzie, gli emittenti sono stati in grado di «progettare» operazioni di cartolarizzazione meritorie dei rating più alti, incentivando così all'investimento anche gli investitori istituzionali<sup>(89)</sup>. Inoltre, l'utilizzazione di una scala di valutazione unica sia per il rating dei titoli strutturati sia per quello degli altri titoli di debito, ha spesso ingenerato negli investitori l'erroneo convincimento che la probabilità di *default* associata a tali categorie, qualora il giudizio fosse il medesimo, fosse analoga<sup>(90)</sup>.

Quando i primi segnali della crisi, innescata dalla mancata restituzione dei mutui ipotecari concessi a clienti *subprime*, sull'onda del fallimento delle più grandi e (ritenute) più solide banche d'affari statunitensi, grazie alla globalizzazione dei mercati è arrivata anche in Europa, producendo i propri effetti sull'economia reale, le agenzie di rating sono state da più parti ritenute tra i principali responsabili dell'accaduto. D'altro canto esse avevano, per

---

<sup>(86)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 8; A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 743 s.

<sup>(87)</sup> Ad esempio, come ricorda T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May the Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 29, gli amministratori della società veicolo, una volta emesse le *collateralized debt obligations*, sono di regola in grado di cambiare facilmente la composizione del sottostante, acquistando e vendendo obbligazioni, operazione evidentemente non possibile qualora il sottostante sia costituito da mutui ipotecari. Tra i titoli di debito che costituivano il sottostante delle *collateralized debt obligations* vi erano sovente altri titoli strutturati, e in particolare le *residential mortgage-backed securities*.

<sup>(88)</sup> In questo senso, T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 30 s.; A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 740.

<sup>(89)</sup> T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 31 s.

<sup>(90)</sup> J.C. COFFEE JR., *Turmoil in the U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies*, *Hearing Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, 110<sup>th</sup> Cong. 5, 2008, disponibile su [http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=94ccc2ab-8401-4e4c-a1b2-71f36a9fd25b](http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=94ccc2ab-8401-4e4c-a1b2-71f36a9fd25b), 5; C.L. MULLIGAN, *From AAA to F: How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protect Investors*, cit., 1289 s.; D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, cit., 610.



anni, «certificato» l'affidabilità e la sicurezza di investimenti poi rivelatisi disastrosi da entrambi i lati dell'oceano <sup>(91)</sup>.

Sotto la lente erano, ancora una volta, il carattere fortemente oligopolistico del mercato del rating, le metodologie utilizzate dalle agenzie di rating, ritenute non trasparenti e soprattutto spesso inadeguate a valutare correttamente il merito di credito di prodotti finanziari sempre più complessi, e, infine, le problematiche relative al conflitto di interessi legato all'adozione del modello *issuer pays*, conflitto che, alla luce degli enormi profitti che la valutazione del merito di credito di titoli strutturati solitamente genera rispetto alla valutazione dei titoli di debito ordinari, risultava tanto più amplificata <sup>(92)</sup>.

Come se ciò non bastasse, e come già era avvenuto in passato, le carenze dell'operato delle agenzie di rating, particolarmente macroscopiche in relazione ai titoli strutturati, hanno continuato, inoltre, a manifestarsi anche in relazione a titoli obbligazionari non strutturati – un esempio è dato dal fatto che le agenzie di rating avevano attribuito un rating *investment grade* alle obbligazioni della banca d'affari Lehman Brothers fino alla mattina del settembre 2008 in cui quest'ultima ha presentato istanza di fallimento <sup>(93)</sup> – rendendo sempre più inevitabile un ulteriore intervento legislativo in materia.

### **1.3.1. (Segue) Le nuove regole in materia di agenzie di rating introdotte dal Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.**

Se le novità legislative introdotte dal CRARA, specie per quanto riguarda l'imposizione di maggiori obblighi informativi, ponevano già rimedio, almeno in parte, ai problemi emersi in relazione all'operato delle agenzie, con il perpetuarsi ed espandersi della crisi, di certo da

---

<sup>(91)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 9 ss.

<sup>(92)</sup> J.C. COFFEE JR, *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 8 ss.; A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 747 ss.; C.L. MULLIGAN, *From AAA to F: How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protect Investors*, cit., 1276 s.; K. DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis*, cit., 1123 ss. Quest'ultima ricorda, tra l'altro, che i giudizi di rating dei titoli strutturati sono stati spesso basati su dati di mercato non più attuali. Le agenzie di rating hanno infatti fatto riferimento, in più occasioni, a tassi di *default* sui mutui sottostanti registrati nel periodo 1992-2000, quando il prezzo degli immobili negli Stati Uniti era in costante aumento e i titoli strutturati presenti sul mercato non erano ancora complessi come quelli che fecero la propria comparsa qualche anno più tardi (con riferimento, invece, ai profitti ricavati dalle agenzie di rating nel mercato dei titoli strutturati, spec. 1136). Cfr. inoltre il U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), *Summary Report of the Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, cit., *passim*, dove la SEC evidenzia le principali criticità riscontrate nell'operato delle agenzie di rating e nelle procedure di controllo interno e di monitoraggio dei rischi legati alla presenza di situazioni di conflitto di interessi. L'Autorità statunitense osserva, in particolare, che le agenzie di rating non sono state in grado di tenere il passo con la rapida crescita del mercato dei titoli strutturati, attraverso la predisposizione di procedure di valutazione del merito di credito che cogliessero la complessità e l'evoluzione di tali prodotti finanziari. Tra le altre criticità riscontrate si segnala la mancanza di risorse e di personale in numero adeguato, la carenza di documentazione e di informazioni in relazione anche a momenti fondamentali dell'attività valutativa, l'arbitrarietà di certe valutazioni, che sovente si discostavano dalle metodologie di rating adottate internamente senza peraltro che fosse fornita alcuna giustificazione o spiegazione di tali scostamenti, e una carenza nell'attività di controllo e monitoraggio dei conflitti di interessi, con indebiti condizionamenti tra analisti incaricati di fornire i giudizi di rating e incaricati dell'attività «commerciale», deputata a curare i rapporti con i clienti.

<sup>(93)</sup> L.J. WHITE, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response*, cit., 19.

esse non scongiurata, si è ritenuto opportuno introdurre, seppure a pochi anni di distanza, nuove regole in materia <sup>(94)</sup>.

Si è arrivati, pertanto, all'approvazione nel 2010 del *Dodd-Frank Act*. Tale normativa ha, per certi versi, cercato di conciliare interventi in materia di riduzione dei possibili conflitti di interesse, auspicati da chi ritiene che le agenzie di rating svolgano (o debbano svolgere) il ruolo di *gatekeeper* dei mercati finanziari, e interventi volti a ridurre il valore regolamentare dei giudizi di rating e a incentivare gli operatori del mercato finanziario a formulare valutazioni proprie sul merito di credito <sup>(95)</sup>.

Al riguardo, tra le principali novità introdotte si ricordano l'obbligo di prevedere procedure e controlli interni in grado di verificare il rispetto di corrette metodologie di rating <sup>(96)</sup>, l'obbligo di presentare alla SEC relazioni annuali riguardanti il rispetto delle regole prescritte in materia di rating e di predisporre un sistema di *corporate governance* guidato da un consiglio di amministrazione indipendente o, nel caso in cui l'agenzia sia controllata da altra società, la previsione di un comitato di amministratori indipendenti in seno alla controllante con compiti e responsabilità riguardanti l'attività della controllata <sup>(97)</sup>, e, infine, l'obbligo di prevedere procedure in grado di identificare preventivamente l'insorgere di situazioni di conflitto di interesse <sup>(98)</sup>.

Il *Dodd-Frank Act* ha previsto inoltre un obbligo di pubblicazione di tutta una serie di informazioni, precisamente indicate, unitamente al rating cui dette informazioni si riferiscono e l'utilizzo di un modulo predefinito per rendere pubbliche le metodologie di rating e i dati forniti dalla società valutata e utilizzati nella formulazione del giudizio, insieme a ogni altra informazione richiesta dalla SEC <sup>(99)</sup>. Al riguardo tra le novità più importanti figura, infine, la previsione, da parte della *Section 935*, di un obbligo in capo alle agenzie di rating di avvalersi, nella formulazione dei propri giudizi, di dati e informazioni ulteriori rispetto a quelle fornite dalla società (emittente), consentendo, pertanto, alle medesime di fare ricorso, a tal fine, anche a informazioni provenienti da soggetti terzi diversi dalla società valutata <sup>(100)</sup>; e anche di ciò deve essere data compiuta informativa <sup>(101)</sup>.

---

<sup>(94)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 23, osservava, infatti, che le regole introdotte dal CRARA e dalla SEC negli anni 2006-2007 «do not seem to have resulted in an increase in usable information about agency methodologies, as the major agencies descriptions of their procedures in SEC filings are quite vague». Per un'analisi e un commento delle novità introdotte in materia di servizi di rating dal *Dodd-Frank Act* si veda, da ultimo, C.A. HILL, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 12 ss.

<sup>(95)</sup> J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and the Ugly*, cit., 3. L.J. WHITE, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response*, cit., 20 ss., pur d'accordo con la necessità di limitare, se non di eliminare, i rinvii ai giudizi di rating contenuti nella legislazione e nella normativa regolamentare in materia di vigilanza prudenziale, riteneva che non occorressero ulteriori interventi di riforma.

<sup>(96)</sup> Cfr. *Section 15E(c)(3)* del *Securities Exchange Act*, come modificata dalla *Section 932(a)* del *Dodd-Frank Act*.

<sup>(97)</sup> Cfr. *Section 15E(c)(3) – Section 15E(t)* del *Securities Exchange Act*, come modificate dalla *Section 932(a)* del *Dodd-Frank Act*.

<sup>(98)</sup> Cfr. *Section 15E(h)* del *Securities Exchange Act*, come modificata dalla *Section 932(a)(4)* del *Dodd-Frank Act*.

<sup>(99)</sup> Cfr. *Section 15E(q) – Section 15E(s)* del *Securities Exchange Act*, come modificate dalla *Section 932(a)(8)* del *Dodd-Frank Act*.

<sup>(100)</sup> Si fa riferimento, in particolare, all'eventuale utilizzo di un servizio di *due diligence* fornito da un terzo e alla descrizione delle informazioni analizzate da tale soggetto nel fornire il servizio di *due diligence* e

Più in generale, tuttavia, la reale novità del *Dodd-Frank Act* sta nel tentativo di fornire una disciplina maggiormente comprensiva dell'attività delle agenzie di rating sulla falsariga di quella già dettata per analisti finanziari e revisori <sup>(102)</sup> che, come accade per questi ultimi, si estenda fino a prevedere espressamente una responsabilità nei confronti degli investitori.

Il *Dodd-Frank Act* cerca infatti, come verrà esposto in seguito, di estendere alle agenzie di rating i rimedi previsti in materia di *securities fraud* dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e dalla sua disciplina regolamentare di attuazione (la *Rule 10b-5* della SEC), intervenendo sui presupposti dell'azione al fine di facilitare l'esperimento dei rimedi giudiziari da parte degli investitori. La disciplina della responsabilità civile delle società di rating già dalla sua origine è, dunque, fortemente legata alla disciplina delle «frodi» a danno del mercato attuate tramite *misrepresentation* (i.e. la diffusione di informazioni inesatte), che, con tale intervento normativo, viene rimodellata e adattata alle peculiarità dell'attività di rating.

## **2. La responsabilità delle agenzie di rating nella giurisprudenza statunitense. Limiti e problemi.**

Con l'emanazione nel 2010 del *Dodd-Frank Act*, il legislatore federale statunitense è dunque intervenuto, seppure in misura limitata e non troppo invasiva, nel lungo dibattito sulla responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti delle società valutate e, soprattutto, degli investitori.

Sono stati rimossi, infatti, alcuni ostacoli, di natura prettamente legislativa, al riconoscimento in giudizio della responsabilità delle agenzie di rating. Si fa riferimento, in particolare, all'eliminazione dell'esenzione, precedentemente posta dalla *Rule 436(g)* della SEC e applicabile alle sole NRSROs, dalla fattispecie di responsabilità prevista dalla *Section 11* del *Securities Act* del 1933 e alla previsione di nuovi e meno onerosi *pleading standard* da osservarsi nella proposizione di un'azione di responsabilità nei confronti delle agenzie di rating.

Su tali novità si tornerà più approfonditamente in seguito. Tuttavia, al fine di comprendere quali siano le riforme apportate nell'ordinamento statunitense al tema della responsabilità delle agenzie di rating dai recenti interventi normativi occorre ricostruire brevemente quale fosse la situazione previgente – se le agenzie di rating potessero essere chiamate a rispondere per la diffusione di giudizi di rating inesatti, nei confronti di chi e quale fosse il regime di responsabilità loro applicabile – osservando fin d'ora che il *Dodd-Frank Act*, pur costituendo un deciso passo avanti nella costruzione di un vero e proprio regime di responsabilità delle agenzie di rating, ha lasciato in piedi ancora molti ostacoli all'ottenimento da parte degli investitori di una pronuncia di condanna al risarcimento del danno. Primo fra tutti il tradizionale riconoscimento alle agenzie di rating da parte della giurisprudenza della protezione accordata dal Primo Emendamento della Costituzione americana ai membri della «stampà», anche di taglio economico e finanziario.

---

delle conclusioni dell'attività in questione (cfr. *Section 15E(v)* del *Securities Exchange Act*, come modificato dalla *Section 935* del *Dodd-Frank Act*).

<sup>(101)</sup> Cfr. ad esempio la *Section 15E(s)(4)* del *Securities Exchange Act*, come modificata dalla *Section 932(a)(8)* del *Dodd-Frank Act*, che prevede, tra l'altro, che nel caso in cui l'agenzia di rating si serva della *due diligence* effettuata da un terzo in relazione all'emissione di *asset-backed securities*, di tale attività sia data adeguata informativa alla SEC e al pubblico.

<sup>(102)</sup> A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 4.

L'analisi delle casistica giurisprudenziale statunitense che verrà condotta nel prosieguo di questo capitolo fornisce un ampio panorama delle regole applicabili alla responsabilità delle agenzie di rating e consente di rispondere per gradi ai quesiti innanzi posti. Essa evidenzierà in particolare i limiti strutturali al riconoscimento di una responsabilità in capo alle agenzie di rating che il *Dodd-Frank Act* cerca di colmare, unitamente alle regole ad essa applicabili una volta ammessa in linea teorica la risarcibilità del danno da rating.

Al fine di esaminare i prodotti della lunga elaborazione giurisprudenziale in materia, occorre innanzitutto effettuare alcune distinzioni in relazione al soggetto che propone l'azione in giudizio, se non altro perché, qualora l'azione sia stata promossa dalla società valutata o dal *bond issuer* (i.e. la società emittente i cui titoli siano stati oggetto di valutazione da parte dell'agenzia di rating) vi potrà essere, almeno laddove il rating sia *solicited*, un contratto di conferimento dell'incarico alla società di rating che – di regola, ma non sempre – mancherà qualora la responsabilità sia invocata dall'investitore.

In quest'ultimo caso, occorrerà ulteriormente distinguere a seconda che la responsabilità sia invocata da un singolo investitore, magari in forza di un contratto concluso con l'agenzia di rating, da un gruppo (limitato) di investitori, ovvero dal pubblico degli investitori, giunti a conoscenza del giudizio di rating tramite i più vari strumenti di informazione, posto che, in tale ultima ipotesi, si pone la necessità, ben presente nel ragionamento delle corti statunitensi, «di bilanciare la tutela del singolo danneggiato rispetto all'interesse pubblico alla libera circolazione delle informazioni»<sup>(103)</sup>.

Carattere trasversale rispetto a tali distinzioni assume l'elemento soggettivo che accompagna la condotta delle agenzie di rating. Il ruolo che l'elemento soggettivo riveste al fine di ritenere operante la protezione garantita dal Primo Emendamento alla libertà di stampa e di manifestazione del pensiero interseca, infatti, in più punti la riflessione statunitense in materia di responsabilità delle agenzie di rating.

Più nello specifico, l'analisi deve tener conto della diversità dei rimedi giurisdizionali di cui società e investitori hanno in concreto cercato di valersi ai fini dell'ottenimento del risarcimento del danno, posto che a seconda del rimedio invocato e, più precisamente, del *claim* in concreto proposto in giudizio, diversa è la gradazione della colpevolezza (in senso lato) che viene in rilievo. Al riguardo, le *causes of action* intentate dagli attori sono state le più varie: dalla negligenza e dalla *negligent misrepresentation*<sup>(104)</sup>, alla frode sul mercato e all'inadempimento contrattuale<sup>(105)</sup>. In alcuni casi gli investitori hanno, infatti, cercato ristoro nei confronti di un agire *colposo* dell'agenzia, lamentando – di solito – una *negligent*

---

<sup>(103)</sup> F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 513.

<sup>(104)</sup> Sul quale si veda *infra*, § 2.2 di questo capitolo.

<sup>(105)</sup> Si vedano, ad esempio, le *causes of action* richiamate nel caso *Abu Dhabi Commercial Bank, King County, Washington v. Morgan Stanley & Co., The Bank of New York Mellon Qsr Management Limited, Moody's Investors Services, Standard and poor's Rating Services*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 119671: «[p]laintiffs filed their First Amended Complaint on March 30, 2009, alleging thirty-two common law claims against Morgan Stanley, The Bank of New York (“BoNY”), and the Rating Agencies, including (1) common law fraud; (2) negligence; (3) negligent misrepresentation; (4) breach of fiduciary duty; (5) breach of contract between plaintiffs and each defendant; (6) “contract failure of condition”; (7) breach of contract between the Cheyne SIV and other defendants to which plaintiffs allege they were third-party beneficiaries; (8) breach of the implied covenant of good faith and fair dealing; (9) unjust enrichment; (10) tortious interference with the contract between the Cheyne SIV and the plaintiffs; (11) tortious interference with the contract between the Cheyne SIV and other defendants to which the plaintiffs allege they were third-party beneficiaries; and (12) in the alternative, aiding and abetting».

*misrepresentation* nella formulazione e diffusione dei giudizi di rating, in altri hanno lamentato la consapevole diffusione da parte dell'agenzia di rating errati e financo la partecipazione di quest'ultima al disegno fraudolento messo in atto dalla società emittente <sup>(106)</sup>. Se la tutela del Primo Emendamento è stata invocata con successo dalle agenzie di rating nei confronti di condotte meramente colpose, essa non si è mostrata sempre efficace di fronte a condotte dolose o fraudolente. Eppure, operante o meno lo schermo del Primo Emendamento, minimo comune denominatore delle pronunce in materia è la negazione del diritto al risarcimento del danno all'investitore, a conferma del fatto che esso ha rappresentato solamente uno dei tanti ostacoli – anche se forse il più grande – al riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating nelle corti statunitensi <sup>(107)</sup>.

Ad arricchire la riflessione giuridica statunitense in materia di responsabilità delle agenzie di rating si inserirà poi, con le novità su cui ci si soffermerà in seguito (si veda *infra*, §§ 3. ss. di questo capitolo), il *Dodd-Frank Act*.

## 2.1. L'applicabilità del Primo Emendamento della Costituzione americana alle agenzie di rating.

Il Primo Emendamento della Costituzione americana è stato per la prima volta invocato a tutela della diffusione sul mercato di informazioni di natura economica nel caso *Jaillet v. Cashman*, deciso nel maggio del 1921 <sup>(108)</sup>, da una compagnia che forniva il c.d. *ticker service*, ossia un servizio, diverso ma affine a quello svolto dalle agenzie di rating, consistente nella diffusione di informazioni di borsa in tempo reale. La Dow, Jones & Company era stata convenuta in giudizio per non aver correttamente riferito al mercato gli effetti di una decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti in materia di deducibilità fiscale dei dividendi. Un *broker* finanziario abbonato al servizio, credendo, sulla base di tale notizia, che il prezzo delle azioni sarebbe sceso, decise di vendere le azioni. La notizia fu poi rettificata e il prezzo delle azioni in questione ricominciò a salire.

Quando il *broker* agì in giudizio per ottenere il ristoro del pregiudizio subito in occasione della cessione delle azioni – decisione che, in presenza di una corretta informazione, egli non avrebbe assunto – la Corte Suprema di New York affermò, tra

---

<sup>(106)</sup> F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'investitore. L'esperienza statunitense*, cit., 515. L'Autore ritiene che si possano distinguere tre gruppi di decisioni nella giurisprudenza statunitense pronunciatisi fino ad allora. In particolare «[i]l primo gruppo di decisioni (...) attiene al danno da voto di *rating* che sia stato comunicato al singolo in esecuzione di un contratto di fornitura di servizi stipulato *ad hoc* con l'agenzia. L'altro gruppo di decisioni (...) riguarda, invece, il danno causato dal voto di *rating* diffuso il pubblico. Qui sarà possibile enucleare (i) una serie di casi in cui le Corti sono state chiamate ad occuparsi della responsabilità per colpa delle agenzie; (ii) una seconda serie di decisioni, più recente, che ha indagato il tema della consapevole diffusione di voti falsi; (iii) una terza serie di casi che si è centrata sul problema dell'intento fraudolento delle agenzie».

<sup>(107)</sup> Cfr. C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 56; F. PARTNOY, *The Paradox of Credit Ratings*, in *University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper no. 20*, 2001, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 19, ove si osserva che «[t]he only common element to these cases is that the rating agencies win. The suits typically are dismissed or settled on favorable terms to the rating agencies». A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 766, precisa che «[f]or decades, courts have rejected investors' suits against NRSROs by utilizing various legal theories, including First Amendment protection, lack of privity, and unreasonable reliance». Si veda anche la decisione resa in relazione al caso *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation*, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al., 511 F. Supp. 2d 742, 816; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 194 (S.D. Tex. Feb. 2005).

<sup>(108)</sup> *Jaillet v. Cashman*, 115 Misc. 383; N.Y. Sup.Ct. – 1921.

l'altro, che «the relation of the defendant association to the public is the same as that of a publisher of a newspaper, and that its duties and obligations are to be measured by the same standard». Pertanto, «[t]here is moral obligation upon everyone to say nothing that is not true, but the law does not attempt to impose liability for a violation of that duty unless it constitutes a breach of contract obligation or trust, or amounts to a deceit, libel or slander».

Sulla scorta di tale decisione, le agenzie di rating hanno sostenuto a più riprese di essere membri della stampa e di avere diritto alla protezione accordata a tali soggetti dal Primo Emendamento: i rating sarebbero, dunque, mere «opinioni» sul merito di credito, una materia quest'ultima di interesse pubblico <sup>(109)</sup>. I *credit ratings* sarebbero, insomma, «the world's shortest editorials»: gli editoriali più corti al mondo <sup>(110)</sup>. L'attività delle agenzie di rating consisterebbe pertanto nella pubblicazione periodica di «opinioni» a seguito di un processo di raccolta ed elaborazione di informazioni analogo a quello adoperato da un giornalista (*newsgathering process*).

Secondo questa tesi, inoltre, in quanto mere opinioni protette dal Primo Emendamento, i rating non potrebbero essere oggetto di interventi legislativi volti a regolarne il contenuto o le metodologie di elaborazione, non sarebbe possibile prevedere alcuna forma di responsabilità in caso di rating errato <sup>(111)</sup>, né sarebbe possibile imporre all'agenzia di rating di esibire in giudizio la documentazione raccolta su un soggetto valutato, in quanto la riservatezza di tale documentazione sarebbe protetta, ancora una volta, dal Primo Emendamento <sup>(112)</sup>.

### 2.1.1. (Segue) *L'actual malice come required state of mind.*

---

<sup>(109)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": the Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, cit., 54. In giurisprudenza si veda, ad esempio, *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 776-777; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 80-81 (S.D. Tex. Feb. 2005), ove la Corte scrive: «[d]escribing themselves as "the three leading providers of rating opinions about the creditworthiness of securities and securities issuers in the United States" published "to subscribers and the general public", Standard & Poor's, Moody's and Fitch, while preserving their right to contest the court's personal jurisdiction over them, seek to file their motions to dismiss on an expedited basis and for a limited stay of discovery against them because they are convinced that they should be dismissed based "on their well established First Amendment rights as publishers" and wish to avoid extraordinary burdens of time and money that discovery would entail, as well as the "inhibition of the free flow of information on matters of public concern"». Ciò è stato ribadito in molteplici occasioni, non soltanto nei tribunali, ma anche, ad esempio, durante le audizioni che il comitato sugli affari governativi del Senato degli Stati Uniti ha condotto successivamente allo scandalo Enron (cfr. *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 96).

<sup>(110)</sup> L'espressione di G. HUSISIAN, *What Standard of Care should govern the world's shortest editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, cit., 446, è ripresa anche dal *general counsel* di Fitch nel corso delle audizioni condotte dal comitato sugli affari governativi del Senato degli Stati Uniti, come si riporta in *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 96.

<sup>(111)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": the Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, cit., 55; R. JOHNSON, *An Examination of Rating Agencies' Actions Around the Investment-Grade Boundary*, cit., 6, il quale osserva che «governments may only regulate the credit-rating industry in an indirect manner (...). The major agencies have consistently argued against regulation of their industry on the grounds that their independence is crucial to the credibility of their analysis in markets».

<sup>(112)</sup> *Pan Am Corporation v. Delta Airlines Inc. v. The Official Committee of Unsecured Creditors of Pan Am Corporation, Standard & Poor's Corporation*, 161 B.R. 577; 1993 U.S. Dist. LEXIS 17224; 27 Fed. R. Serv. 3d (Callaghan) 1416; 25 Bankr. Ct. Dec. 60; 22 Media L. Rep. 1118.

La protezione accordata ai membri della stampa e ai giornalisti – e, pertanto, qualora si ritenessero tali, anche alle agenzie di rating – non è, però, assoluta. Sulla scorta dei principi di diritto enucleati nella sentenza *New York Times Co. v. Sullivan*, la giurisprudenza statunitense ha ritenuto a più riprese che la libertà di espressione, qualora le opinioni espresse vertessero su un pubblico ufficiale o su una figura pubblica (*public official* o *public figure*) ovvero su una materia di pubblica rilevanza (*matter of public concern*), incontrasse il limite dell'*actual malice*. Usando le parole della Corte Suprema nella sentenza citata, «[t]he constitutional guarantees require, we think, a federal rule that prohibits a public official from recovering damages for a defamatory falsehood relating to his official conduct unless he proves that the statement was made with “actual malice” – that is, with knowledge that it was false or with reckless disregard of whether it was false or not»<sup>(113)</sup>.

Il risarcimento del danno causato da opinioni riguardanti un soggetto *lato sensu* «pubblico» o una materia di pubblico interesse è, pertanto, possibile soltanto nel caso in cui l'affermazione in questione sia stata resa pubblica nella consapevolezza della sua falsità ovvero con sconsiderata noncuranza circa il fatto che questa potesse essere falsa (*i.e.* con *actual malice*), in modo tale da assicurare al giornalista e all'editore il «breathing space» necessario a una libera circolazione delle opinioni<sup>(114)</sup>.

La prova richiesta al fine di superare lo scudo del Primo Emendamento risulta, dunque, particolarmente difficile da fornire. L'elemento soggettivo rappresentato dall'*actual malice standard* richiede, infatti, la prova della conoscenza della falsità dell'affermazione in questione ovvero la prova del fatto che il convenuto era consapevole della sua probabile falsità. Non costituisce, invece, *actual malice*, il mero fatto che il giornalista o l'editore non abbiano svolto alcuna indagine circa la verità o falsità delle affermazioni rese, nemmeno nel caso in cui un soggetto prudente avrebbe senz'altro svolto dette indagini<sup>(115)</sup>.

### 2.1.2. (Segue) La tutela del rating nella sentenza *In re Fitch*.

L'estendibilità alle agenzie di rating della tutela accordata alla libertà di stampa e di manifestazione del pensiero dal Primo Emendamento ha costituito storicamente uno dei limiti tradizionali al riconoscimento della responsabilità nei confronti di società valutate, emittenti e investitori. Già prima dell'emanazione del *Dodd-Frank Act*, che attraverso la previsione espressa della responsabilità delle agenzie di rating ha introdotto momenti di tensione all'interno dell'interpretazione tradizionale del loro ruolo quali membri della stampa economica e finanziaria, non sono mancate tuttavia critiche – spesso assai aspre – a tale ricostruzione, da parte di chi ha sottolineato come le agenzie di rating non fossero

---

<sup>(113)</sup> *New York Times Co. v. Sullivan*, 376 U.S. 254, 279-280; 11 L. Ed. 2d. 686, 706; 84 S. Ct. 710, 726 (1964). In senso analogo *Gertz v. Robert Welch, Inc.*, 418 U.S. 323 (1974). Sulla nozione di *actual malice* si veda, anche per i riferimenti, F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 527 s. (spec. nota 97).

<sup>(114)</sup> *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154 (C.D. Cal. 1999), ove la Corte precisa che «[a]lthough these issues traditionally arise in libel or defamation actions, the actual malice standard applies to other causes of action when the plaintiff seeks compensatory damages arising from allegedly false statements» (*ivi*, 154). Analogamente si veda *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & “Erisa” Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 811; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 183 (S.D. Tex. Feb. 2005). In *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F.3d 848; confermata in appello in 27 Media L. Rep. 2612, 852, la Corte ha ritenuto che, al fine di scongiurare l'applicabilità del Primo Emendamento, l'affermazione dovesse essere «provably false».

<sup>(115)</sup> *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154, 158 (C.D. Cal. 1999), che richiama sul punto i precedenti *Harte-Hanks Communications v. Connaughton*, 491 U.S. 657, 688; 109 S. Ct. 2678, 2696; 105 L. Ed. 2d 562, 589 (1989); *St. Amant v. Thompson*, 390 U.S. 727, 731; 88 S. Ct. 1323, 1325; 20 L. Ed. 2d 262, 267 (1968).

equiparabili in tutto e per tutto a dei giornalisti o a degli editori. A dimostrarlo sarebbero stati, innanzi tutto, il volume d'affari, la capitalizzazione di mercato e l'altissima profittabilità delle agenzie di rating, non comuni a case editrici e giornali d'informazione (anche economica), ma affini piuttosto ad altri operatori del mercato finanziario <sup>(116)</sup>. Ulteriore indicazione in tal senso si sarebbe potuta trarre, poi, dall'assenza di pronunce della Corte Suprema degli Stati Uniti direttamente sul punto, posto che in *Jaillet v. Cashman* la Corte aveva ritenuto applicabile il Primo Emendamento non a un'agenzia di rating ma a una società di *ticker service*.

A ben vedere, infatti, nell'unico caso affrontato dalla Corte Suprema, *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmos Builders, Inc.*, le conclusioni raggiunte dalla Corte contrastano con la ricostruzione proposta dalle agenzie di rating, quanto meno perché non riconoscono, nell'emissione di un giudizio di rating rivolto a un numero ristretto di investitori e non destinato a circolare ulteriormente presso il pubblico, una manifestazione del pensiero tutelata dal Primo Emendamento <sup>(117)</sup>.

Un approccio critico rispetto all'applicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di rating è stato adottato anche nella sentenza relativa al caso *In Re Enron*. In tale occasione, infatti, la Corte texana, chiamata a valutare la presunta negligenza delle agenzie di rating incaricate di valutare il merito di credito di Enron e ad accertare l'eventuale sussistenza della responsabilità civile di numerosi altri convenuti (amministratori della società, società di revisione e così via), ha osservato che la protezione fornita dal Primo Emendamento ai *credit ratings* non può essere automatica e assoluta – «this Court concludes that while there is no automatic, blanket, absolute First Amendment protection for reports from the credit rating agencies based on their status as credit rating agencies, the courts generally have shielded them from liability for allegedly negligent ratings for various reasons» <sup>(118)</sup> – dovendo valutarsi nel caso concreto se sussistano i requisiti per la sua applicazione, anche alla luce di un esame del contenuto della relazione contenente il giudizio di rating.

Si tratta di un precedente importante, non rimasto isolato, verso una maggiore tutela delle ragioni degli investitori. Per quanto, infatti, la giurisprudenza statunitense si sia sempre mostrata restia ad accertare una qualche responsabilità delle agenzie di rating per la diffusione di informazioni errate o fuorvianti, non sono mancate voci fuori dal coro. Emblematica in tal senso è stata la pronuncia resa in *First Financial Savings Bank, Inc. et al. v.*

---

<sup>(116)</sup> F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, in *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, 2006, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 84 ss. L'Autore osserva che «Moody's financial statements show that it actually is engaged in business that is entirely different from publishing, one that is much more profitable. In addition, in its most recent proxy statement [*i.e.* Moody's Corporation 2004 Proxy Statement Filing, March 23, 2005, p. 22], Moody's itself suggests that its business is entirely different from publishing. It notes that it "does not believe that there are any public traded companies that represent strict peers". For the purposes of assessing the compensation paid to senior executives, Moody's looks instead to a "peer group" of "financial services companies with market capitalization comparable to the Company"»; ID., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., 12; A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 770.

<sup>(117)</sup> In *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmos Builders, Inc.*, 472 U.S. 749; 105 S. Ct. 2939; 86 L. Ed. 2d 593; 1985 U.S. LEXIS 103; 53 U.S.L.W. 4866; 11 Media L. Rep. 2417, la Corte Suprema ha ritenuto, infatti, che il giudizio di rating, comunicato esclusivamente a cinque investitori, non costituiva una materia di interesse pubblico (*matter of public concern*). Sul punto si veda *infra*, § 2.2.3 di questo capitolo.

<sup>(118)</sup> *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 817; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 199 (S.D. Tex. Feb. 2005).



*American Bankers Insurance Company of Florida, Inc. et al.* <sup>(119)</sup>, dove la Corte, di fronte al fallimento di un emittente i cui titoli, con rating positivo, erano stati destinati a investitori istituzionali, pur negando la responsabilità dell'agenzia di rating, ha affermato: «[t]his court found S&P's argument that its ratings are opinions, not representations of fact, and thus cannot be actionable, as well as its argument that its opinions are protected by the First Amendment to the United States Constitution to be without merit, and accordingly informs S&P that any further discussion of these arguments would be a waste of paper» <sup>(120)</sup>. E, pur in assenza di argomentazioni a sostegno di questa opinione, analoga è la posizione della Corte che ha deciso il caso *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation* <sup>(121)</sup>.

Ad una vera svolta in materia si è arrivati, tuttavia, solo con il caso *In re Fitch* <sup>(122)</sup>, ove il Primo Emendamento era stato invocato dall'agenzia di rating non al fine di proteggersi da un'azione di responsabilità promossa nei propri confronti, ma allo scopo di beneficiare del c.d. *journalist privilege*, ossia del privilegio accordato – in questo caso dalla *New York's Shield Law* – ai membri della stampa al fine di non dare esecuzione all'ordine giudiziale di produrre documenti attinenti alla professione o di svelare le fonti del proprio lavoro. La Corte ha ritenuto non sussistente tale privilegio sulla base del fatto che, a differenza di un giornalista finanziario, che pubblica tutte le notizie ritenute interessanti, l'agenzia di rating era incaricata di (e pagata per) svolgere un servizio, fornendo giudizi esclusivamente in relazione alle società e alle emissioni obbligazionarie per le quali era stato conferito l'incarico, e che Fitch, durante il processo di formulazione del proprio giudizio, aveva collaborato con i soggetti valutati e, per tale motivo, i rapporti con tali soggetti sarebbero stati talmente stretti da non consentire l'assimilazione dell'agenzia alla figura del giornalista.

In altre parole, in caso di rating *solicited* e di stretta collaborazione tra agenzia di rating e soggetto valutato, come avviene nella valutazione del merito di credito dei prodotti di finanza strutturata, l'assimilazione tra agenzia di rating e giornalista verrebbe meno, e – sembrerebbe doversi concludere – sarebbe inapplicabile il Primo Emendamento <sup>(123)</sup>.

A una soluzione analoga è giunta la Corte d'Appello nel caso *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, sul quale si tornerà in seguito, con ciò sostanzialmente confermando la formazione di un indirizzo giurisprudenziale secondo il quale

---

<sup>(119)</sup> *First Financial Savings Bank, Inc. et al. v. American Bankers Insurance Company of Florida, Inc. et al.*, 1989 U.S. Dist. LEXIS 16400; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,824.

<sup>(120)</sup> *First Financial Savings Bank, Inc. et al. v. American Bankers Insurance Company of Florida, Inc. et al.*, 1989 U.S. Dist. LEXIS 16400, 13; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,824.

<sup>(121)</sup> *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation*, 1993 U.S. Dist. LEXIS 18592, 13, ove, all'opinione di Standard & Poor's, secondo la quale «(1) as a member of the financial media, S & P's published opinions are entitled to protections under the First Amendment to the United States Constitution; (2) S & P's ratings are protected as opinions by the First Amendment; and (3) S & P's ratings are immunized by the Jaiilet doctrine», il giudice replica ritenendola del tutto infondata («I reject each of these theories and admonish S & P not to raise them in the future»).

<sup>(122)</sup> *In re Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104; 2003 U.S. App. LEXIS 9806 (2d Cir. May 21, 2003).

<sup>(123)</sup> La Corte non prende espressamente posizione sul punto, tuttavia precisa che «[f]or the sake of clarity, we note that we are not deciding the general status of a credit rating agency like Fitch under New York's Shield Law: Whether Fitch, or one of its rivals, could ever be entitled to assert the newsgathering privilege is a question we leave for another day. Nor do we seek to amplify or interpret New York law beyond the facts of this case. We simply conclude that on these facts, the district court could not abuse its discretion by concluding that Fitch had not sufficiently shown that the information it sought to protect was gathered pursuant to the newsgathering activities of a professional journalist» (cfr. *In re Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104, 111; 2003 U.S. App. LEXIS 9806, 19-20 (2d Cir. May 21, 2003)).

l'accertamento di una responsabilità dell'agenzia di rating dipende dalle particolari circostanze del caso concreto, quali ad esempio il tipo di investitore e la complessità della transazione nell'ambito della quale viene resa la valutazione sul merito di credito <sup>(124)</sup>.

Per tale motivo, nonostante l'orientamento favorevole all'applicabilità del Primo Emendamento alle valutazioni sul merito di credito fosse ancora ben saldo, nelle sentenze pronunciate negli anni successivi allo scandalo Enron, e non solamente nel contenzioso da questo originato, si è cominciato a riscontrare, in giurisprudenza così come nella riflessione politica del tempo, una maggiore propensione al riconoscimento di una responsabilità civile in capo alle agenzie di rating. I giudizi sul merito di credito sono sembrati già allora più vicini a una «certificazione», presa come punto di riferimento dalla legislazione vigente, che a un editoriale del *New York Times* <sup>(125)</sup>.

## **2.2. La responsabilità per colpa e la *negligent misrepresentation*. *Privity of contract* e *duty of care* nelle controversie in tema di responsabilità delle agenzie di rating.**

Non tutte le pronunce che hanno negato l'applicabilità ai giudizi di rating del Primo Emendamento hanno costituito, tuttavia, un rifiuto dell'assimilazione delle agenzie a membri della stampa economica. Alcune di esse, infatti, si sono limitate a riconoscere l'inapplicabilità di tale tutela qualora, in presenza di un numero ristretto di potenziali danneggiati, fosse dubbia l'effettiva rilevanza pubblica dell'opinione in questione. Ciò nonostante, data anche la varietà delle opinioni giurisprudenziali sul punto, pare tuttora difficile evidenziare un tratto comune alle diverse sentenze più specifico della semplice affermazione secondo la quale, nella larga maggioranza dei casi, i giudici statunitensi hanno applicato il Primo Emendamento ai giudizi di rating.

I confini della tutela costituzionale accordata ai giudizi di rating e i presupposti per la sua applicabilità sono stati per lungo tempo incerti e poco chiari, anche in ragione delle diverse azioni in giudizio che società valutate, emittenti e investitori hanno potuto avanzare. In particolare, la varietà dei potenziali danneggiati – società valutate ed emittenti, singoli investitori, gruppi di investitori – ha fatto sì che fossero molteplici i rimedi giurisdizionali a disposizione. Alle *claim* relative a un inadempimento contrattuale (*breach of contract*), possibili laddove vi fosse, appunto, un contratto – come di regola accade tra società valutata o emittente e agenzia di rating o tra singoli investitori e agenzia – si sono aggiunte solitamente azioni volte all'accertamento della negligenza professionale dell'agenzia, tradizionalmente rientranti nell'ambito dei *torts*, e quindi della responsabilità civile di *common law*, e quelle riconosciute dalla disciplina statunitense dei mercati finanziari e, in particolare, dalle regole in materia di *securities fraud* (sulle quali si veda *infra*, § 2.3. di questo capitolo). Il ricorso a ciascuno di questi rimedi, come mostra la casistica statunitense che verrà esaminata subito appresso, ha comportato l'insorgere di difficoltà ulteriori dovute alla necessità di adattare le caratteristiche dell'attività di rating ai presupposti di ciascuna azione, con il risultato che la positiva affermazione della responsabilità delle agenzie è stata talvolta ostacolata se non dalla diretta applicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di

---

<sup>(124)</sup> F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, cit., 87.

<sup>(125)</sup> Cfr. *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 97, ove si afferma che «[t]he fact that the market seems to value the agencies' ratings mostly as a certification (investment grade v. non-investment grade) or as a benchmark (the ratings triggers in agreements) and not as information, and the fact that the law, in hundreds of statutes and regulations, also uses their work that way, seems to indicate that their ratings are not the equivalent of editorials in *The New York Times*. The fact that the rating agencies have received First Amendment protection for their work should not preclude greater accountability».

rating, da caratteristiche peculiari al tipo di rimedio prescelto. Il Primo Emendamento non è stato, dunque, l'unico ostacolo alla risarcibilità del danno da rating nell'ordinamento statunitense.

Cominciando l'analisi dalla negligenza professionale, in via generale nell'ordinamento statunitense il suo riconoscimento giudiziale richiede, innanzitutto, la sussistenza di un *dovere* in capo al professionista di svolgere la propria attività con diligenza, prudenza e perizia, usando come metro di paragone la diligenza, prudenza e perizia proprie della categoria professionale di riferimento. Richiede poi la violazione del predetto dovere, la sussistenza di un danno e il nesso causale tra la condotta negligente e il danno <sup>(126)</sup>.

Con riferimento all'attività delle agenzie di rating, la negligenza è venuta in rilievo solitamente nelle forme della *negligent misrepresentation*. Si è trattato, dunque, di casi nei quali l'agenzia di rating avrebbe fornito, in merito a una particolare transazione, informazioni non accurate o errate, ovvero avrebbe ommesso di fornire notizie e dati necessari a una compiuta informativa del loro destinatario.

Un elemento fondamentale al fine di sostenere in giudizio una domanda di risarcimento fondata su una *negligent representation* è la sussistenza di una connessione tra chi agisce in giudizio e la transazione in occasione della quale sarebbe stata fornita l'informativa fuorviante; rapporto di connessione al quale la dottrina e la giurisprudenza statunitensi fanno riferimento con il termine *privity* <sup>(127)</sup>.

Di regola, il dovere di svolgere l'incarico di rating con diligenza (c.d. *duty of care*) si rinviene, appunto, qualora vi sia una relazione «qualificata» tra l'agenzia di rating e il soggetto che invoca il rimedio risarcitorio <sup>(128)</sup>. Si tratta di una *fiduciary relationship* tipicamente sussistente, ma non solo, ogni qual volta le parti abbiano stipulato un contratto in base al quale l'agenzia di rating si impegna a fornire alla controparte il servizio di valutazione del merito di credito, e dunque ogniqualvolta l'agenzia di rating sia contrattualmente *in privity* con la propria controparte <sup>(129)</sup>.

---

<sup>(126)</sup> *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154, 158, (C.D. Cal. 1999), «[i]n order to establish a claim for professional negligence, a plaintiff must demonstrate: 1) the duty of a professional to use such skill, prudence and diligence as other members of his profession commonly possess and exercise; 2) a breach of that duty; 3) a proximate causal connection between the negligent conduct and the resulting injury; and 4) actual loss or damage resulting from the professional's negligence» (in generale, sul tema, cfr. anche *Jackson v. Johnson*, 5 Cal. App. 4th 1350, 1355 (1992)). Sullo standard della diligenza professionale si veda anche § 299A, *Undertaking in professions or trade*, *Restatement (Second) of Torts* (1977).

<sup>(127)</sup> A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 777 s. Cfr. al riguardo anche il commento al § 552, *Information Negligently Supplied for the Guidance of Others*, *Restatement (Second) of Torts* (1977).

<sup>(128)</sup> In argomento si veda anche *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation*, *Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 813; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 185-188 (S.D. Tex. Feb. 2005). La Corte ha, infatti, richiamato le argomentazioni delle agenzie di rating sul punto – secondo le quali «Connecticut law requires the existence of a duty of care to sustain a claim of negligence (...). To determine whether a duty is owed, the court must ask (1) "whether an ordinary person in the defendant's position, knowing what the defendant knew or should have known, would anticipate that harm of the general nature of that suffered was likely to result" and (2) "on the basis of a public policy analysis, ... whether the defendant's responsibility for its negligent conduct should extend to the particular consequences or particular plaintiff in the case" – concludendo che un elemento essenziale della negligenza (e quindi anche della *negligent misrepresentation*) consiste nella sussistenza di un dovere di diligenza, che sarà oggetto dell'apprezzamento della corte.

<sup>(129)</sup> *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, 2004 OK CIV APP 56; 94 P.3d 106, 111; 2004 Okla. Civ. App. LEXIS 36, 12-13.

Analoga connessione, pur in assenza di un contratto, si potrebbe riscontrare, come è stato osservato dalla giurisprudenza statunitense in relazione ai giudizi delle società di revisione, anche quando il giudizio professionale è stato fornito nella consapevolezza che sarebbe stato utilizzato per scopi di investimento e che terze parti avrebbero fatto affidamento su tale giudizio e, in ogni caso, in presenza di un qualche rapporto – anche non di natura contrattuale – dal quale si possa desumere che la società predisponente il giudizio sia a conoscenza di tale affidamento <sup>(130)</sup>.

Sebbene le corti non abbiano talvolta esitato ad applicare la protezione del Primo Emendamento anche a fattispecie rientranti nell'ambito dell'inadempimento contrattuale (nelle quali poteva, dunque, ritenersi sussistente un tale rapporto di *privity*), respingendo, su tale base, le domande attoree, in assenza di una qualche relazione qualificata tra agenzia di rating e investitore, o comunque tra quest'ultimo e la transazione stessa, nascente da un contratto o costituente una *fiduciary relationship*, la giurisprudenza statunitense si è orientata nel senso di negare in radice richieste risarcitorie fondate su una presunta negligenza dell'agenzia di rating, a prescindere dall'applicabilità del menzionato presidio costituzionale.

Il punto di incontro tra applicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di rating e necessaria sussistenza del dovere di diligenza ai fini del riconoscimento di una responsabilità per colpa dell'agenzia sembrerebbe, quindi, potersi rinvenire nel fatto che l'agenzia, in quanto «membro della stampa», laddove non vi sia un dovere di diligenza che consenta il contrario, risponderebbe dei danni arrecati agli investitori soltanto qualora la condotta causativa del danno sia di natura dolosa <sup>(131)</sup>. Viceversa, in presenza di un dovere di diligenza non potrebbe invocarsi, di regola, la tutela del Primo Emendamento e l'agenzia risponderrebbe anche per colpa.

Questo è, d'altro canto, l'orientamento fatto proprio da una delle poche sentenze che hanno negato l'applicabilità del Primo Emendamento alle agenzie di rating. Nel caso *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, legato al collasso finanziario della *County of Orange* in California <sup>(132)</sup>, la Corte ha espressamente escluso che il Primo Emendamento potesse proteggere dalla responsabilità le agenzie di rating che avessero svolto la propria attività valutativa esclusivamente sulla scorta di informazioni fornite dall'entità valutata, senza svolgere alcuna autonoma attività di indagine, e dietro pagamento di un compenso da parte di quest'ultima. La sussistenza di un rapporto di *privity* così articolato tra l'agenzia e la società valutata avrebbe comportato, infatti, l'insorgere di un dovere in capo alla prima di fornire rating accurati <sup>(133)</sup>. Nei casi in cui il giudizio di rating è stato ricondotto a «un'opinione professionale», poiché rivolto a cerchie determinate o ristrette di investitori, o a una raccomandazione di investimento, la giurisprudenza non ha, dunque, ravvisato i presupposti per applicare il Primo Emendamento ai giudizi di rating <sup>(134)</sup>.

---

<sup>(130)</sup> *Credit Alliance Corp. v. Arthur Andersen & Co.*, 65 NY.2d 536, 541-551; 483 N.E.2d 110, 111-118 (N.Y. 1985).

<sup>(131)</sup> *First Equity Corporation of Florida v. Standard & Poor's Corporation*, 670 F. Supp. 115, 117; 1987 U.S. Dist. LEXIS 8835, 3. Si veda anche T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stenb: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 46.

<sup>(132)</sup> In argomento si veda *infra*, § 2.2.1. di questo capitolo.

<sup>(133)</sup> *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, 2004 OK CIV APP 56; 94 P.3d 106, 112; 2004 Okla. Civ. App. LEXIS 36, 16-17. Sul punto anche T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stenb: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 45.

<sup>(134)</sup> *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, 2004 OK CIV APP 56; 94 P.3d 106, 113; 2004 Okla. Civ. App. LEXIS 36, 21-22, ove la Corte ritiene che il destinatario del giudizio di rating sia,

Tuttavia, anche nei casi di *negligent misrepresentation*, quali quello esaminato in *Commercial Financial Services Inc., v. Arthur Andersen LLP*, dove l'applicabilità del Primo Emendamento è stata esclusa in ragione del fatto che il rating era destinato a un gruppo determinato di destinatari, non è detto che possa ritenersi sussistente un rapporto di *privity* o una violazione della *duty of care* tali da giustificare il riconoscimento del diritto al risarcimento del danno. Quand'anche, infatti, non si potessero ravvisare i presupposti per l'applicazione della tutela costituzionale alla libertà di manifestazione del pensiero, il ricorso al requisito della *privity* tra danneggiato e danneggiante ha spesso consentito di escludere, nei fatti, che le agenzie di rating dovessero essere chiamate a rispondere per la negligente diffusione di giudizi di rating errati o inesatti. Un siffatto orientamento si giustifica, del resto, anche al fine di porre un limite al numero di persone che, altrimenti opinando, potrebbero invocare la responsabilità dell'agenzia di rating. La norma contenuta al § 552 del *Restatement (Second) of Torts* del 1977, che prevede l'insorgere della responsabilità in capo a colui il quale, nello svolgimento della propria attività, abbia comunicato, senza aver adoperato ragionevole cura o perizia, informazioni errate, influenzando la conclusione di un contratto, si applica, infatti, al solo caso in cui le informazioni in questione siano fornite a un singolo destinatario o a un numero limitato di destinatari e non al caso in cui esse siano disseminate presso il pubblico <sup>(135)</sup>, anche laddove, come è stato precisato dalla giurisprudenza, esse siano accessibili soltanto attraverso il meccanismo della *subscription* (in questo caso, l'abbonamento al servizio di rating), posto che tale meccanismo non parrebbe radicalmente differire da un abbonamento a una testata giornalistica o dal suo acquisto, anche occasionale <sup>(136)</sup>.

L'ampio e potenzialmente illimitato numero di destinatari delle pubblicazioni dei giudizi di rating è quindi la ragione che giustifica, sul piano della politica del diritto, l'applicazione della regola giurisprudenziale elaborata dalla Corte Suprema nel caso *Jaillot v. Cashman*. Preoccupata dalla proliferazione delle controversie in materia di responsabilità che deriverebbe dal riconoscimento del diritto al risarcimento del danno a favore del pubblico indistinto degli investitori, e che sarebbe ulteriormente amplificata dal ricorso allo strumento della *class action*, la giurisprudenza statunitense ha, infatti, sovente fatto ricorso alla *privity rule* nei termini sopra descritti, negando il risarcimento del danno in mancanza di un contratto o di una *fiduciary relationship*.

Come chiaramente enunciato dalla Corte Suprema nella sentenza appena citata, «the law does not attempt to impose liability for a violation of [a] duty unless it constitutes a

---

innanzitutto, la società che lo ha commissionato. Nei confronti della società potrebbe, pertanto, ritenersi sussistente un dovere – di fonte contrattuale – di diligente svolgimento dell'incarico. Ciò sarebbe, nel pensiero della Corte, sufficiente ai fini dell'accertamento della responsabilità dell'agenzia di rating. Si veda anche C. DEATS, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation?*, in 110 *Colum. L. Rev.* 1818, 2010, 1837, disponibile anche su [http://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2010/11/110-7\\_Deats.pdf](http://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2010/11/110-7_Deats.pdf).

<sup>(135)</sup> Cfr. § 552, *Information Negligently Supplied for the Guidance of Others*, *Restatement (Second) of Torts* (1977): «One who, in the course of his business, profession or employment, or in any other transaction in which he has a pecuniary interest, supplies false information for the guidance of others in their business transactions, is subject to liability for pecuniary loss caused to them by their justifiable reliance upon the information, if he fails to exercise reasonable care or competence in obtaining or communicating the information (...). The liability (...) is limited to loss suffered (a) by the person or one of a limited group of persons for whose benefit and guidance he intends to supply the information or knows that the recipient intends to supply it; and (b) through reliance upon it in a transaction that he intends the information to influence or knows that the recipient so intends or in a substantially similar transaction. (...)».

<sup>(136)</sup> In tal senso *First Equity Corporation of Florida v. Standard & Poor's Corporation*, 670 F. Supp. 115, 117; 1987 U.S. Dist. LEXIS 8835, 5-6.

breach of contract obligation or trust, or amounts to deceit, libel or slander. Theoretically, a different rule might be logically adopted, but as a matter of practical expediency such a doctrine seems absolutely necessary. There is no privity between this plaintiff and the defendant. He is but one of a public to whom all news is liable to be disseminated. His action could be sustained only in case there was a liability by the defendant to every member of the community who was misled by the incorrect report»<sup>(137)</sup>.

Tale regola è stata adottata e ulteriormente precisata con riferimento alla responsabilità del revisore nel caso *Ultramares Corporation v. Touche*<sup>(138)</sup>. In tale occasione, infatti, la Corte d'appello di New York ha ribadito che la responsabilità per negligenza della società di revisione poteva essere invocata in quanto vi fosse stato un contratto regolante gli obblighi del revisore, e dunque esclusivamente da parte della società il cui bilancio era stato oggetto di revisione. I creditori e gli investitori danneggiati dall'emissione di un errato giudizio sul bilancio avrebbero potuto ottenere ristoro del danno subito a causa dell'inadempimento – nella fattispecie si trattava di un inadempimento doloso – della società di revisione solo qualora, anche dalle circostanze, si fosse potuto desumere che la società di revisione era a conoscenza della possibile diffusione, da parte della società committente, della propria relazione sul bilancio a soggetti terzi<sup>(139)</sup>.

Ai fini della condanna al risarcimento del danno occorrerebbe, dunque, la sussistenza di un rapporto di *privity* o di un rapporto qualificato, definibile come una «relationship so close as to approach that of privity»<sup>(140)</sup>, che può ritenersi sussistente, nel caso dei giudizi di rating, non soltanto nel caso in cui l'agenzia conosca l'identità dei soggetti ai quali viene distribuito il proprio report sul merito di credito, ma, secondo un orientamento, anche nel caso in cui, pur rimanendo questa ignota, il giudizio venga distribuito a un numero ristretto di soggetti e non al pubblico in generale<sup>(141)</sup>. Ciò nonostante, si tratta di ipotesi che si verificano meno frequentemente posto che, mentre agli inizi dell'industria del rating, quando negli Stati Uniti sono state rese le prime pronunce giurisprudenziali in materia, si trattava di casi non troppo inusuali, anche in ragione delle modalità di diffusione dei giudizi e dell'iniziale prevalenza del meccanismo dell'abbonamento, la diffusione dei giudizi di rating oggi avviene più spesso attraverso mezzi di comunicazione rivolti al pubblico indistinto.

Inoltre, anche in presenza di un rapporto di *prossimità qualificata* tra agenzia e soggetto danneggiato, tra i molti ostacoli che si frappongono al positivo accertamento di una qualche responsabilità in capo alle agenzie di rating per i giudizi diffusi al mercato, vi è comunque il problema di individuare, se sussistente, un dovere dell'agenzia di svolgere diligentemente il proprio incarico. A ciò si aggiungono altrettanto complessi problemi di prova circa la violazione del predetto dovere, la sussistenza e la quantificazione dell'eventuale danno negligenzemente causato e, specialmente, la prova del nesso di causalità tra condotta a danno.

---

<sup>(137)</sup> *Jaillet v. Cashman*, 115 Misc. 383, 384; N.Y. Sup.Ct. – 1921.

<sup>(138)</sup> *Ultramares Corporation v. Touche*, 255 NY 170; 174 N.E. 441; 1931 N.Y. LEXIS 660; 74 A.L.R. 1139.

<sup>(139)</sup> *Ultramares Corporation v. Touche*, 255 NY 170, 179; 174 N.E. 441, 444; 1931 N.Y. LEXIS 660, 18; 74 A.L.R. 1139, ove si legge: «[t]o creditors and investors to whom the employer exhibited the certificate, the defendants owed a like duty to make it without fraud, since there was notice in the circumstances of its making that the employer did not intend to keep it to himself».

<sup>(140)</sup> Tra i tanti, cfr. *Prudential Ins. Co. of Am. v. Dewey, Ballantine, Busbby, Palmer and Wood*, 80 N.Y.2d 377, 382; 605 N.E.2d 318, 320; 590 N.Y.S.2d 831, 833 (1992).

<sup>(141)</sup> *LaSalle National Bank v. Duff & Phelps*, 951 F. Supp. 1071, 1093; 1996 U.S. Dist. LEXIS 18101, 61; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P99,444.

La prova della violazione di un dovere di diligenza non risulta affatto facile da fornire. Senza addentrarsi per il momento su tali temi, basti osservare che non parrebbe potersi rinvenire nell'ordinamento statunitense alcun preciso dovere di verificare le informazioni raccolte dalla società oggetto di valutazione o di svolgere indagini sulla completezza delle informazioni e dei documenti forniti <sup>(142)</sup>.

Il tema è stato trattato diffusamente nel caso *Mallinckrodt v. Goldman Sachs*. Una società, a seguito di ingenti perdite derivanti dall'acquisto di titoli valutati positivamente dall'agenzia Dun & Bradstreet, riteneva che a quest'ultima fosse imputabile una negligenza così grave da poter essere assimilata a una frode – «so gross as to constitute fraud» – che sarebbe consistita, tra l'altro, nel non aver proceduto a un'attenta verifica delle informazioni raccolte e nel non aver ottenuto l'accesso a informazioni riservate e confidenziali. La Corte, nel rigettare la pretesa attorea, ha osservato che non vi era in capo all'agenzia di rating alcun dovere di diventare un «insider» del soggetto valutato, né tanto meno alcun dovere di svolgere un particolare tipo di indagine <sup>(143)</sup>.

Ciò detto, si osserva che, più in generale, la distribuzione dell'onere della prova e soprattutto la prova della sussistenza del nesso di causalità hanno costituito nel sistema statunitense un ulteriore significativo ostacolo al riconoscimento della responsabilità, come dimostra il caso *Maurice L. Quinn v. The McGraw-Hill Companies, Inc.* <sup>(144)</sup>, ove, difatti, la Corte, ha negato il risarcimento del danno proprio perché, alla luce delle circostanze di fatto emerse nel giudizio, l'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating era stato ritenuto del tutto irragionevole («unreasonable») <sup>(145)</sup>.

In sintesi, dunque, la responsabilità per *negligent misrepresentation* delle agenzie di rating nell'ordinamento statunitense è stata storicamente ostacolata sia dal fatto che, ai fini della responsabilità per colpa sarebbe richiesta la sussistenza di un rapporto di *privity* tra le

---

<sup>(142)</sup> *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 822; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 214 (S.D. Tex. Feb. 2005): «there is as yet no clearly established obligation defining the extent to which that they [*i.e.* le agenzie di rating] should investigate or should pressure a debt-issuing entity for further information or verify information». Sul punto cfr. anche *In re Republic National Life Insurance Company and Real Equities Corporation of New York et al.*, 387 F. Supp. 902; 1975 U.S. Dist. LEXIS 14364; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,951. Con riferimento alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, cfr., ad esempio, T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May the Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 32, là ove ricorda che «[t]here is no requirement that a CRA verify the information contained in loan portfolios presented to them for ratings (...). Furthermore, most of the CRA's "code of conduct" contains information that it is under no obligation to perform due diligence. The CRAs do not verify the integrity or accuracy of the information received from issuers, and in the view of the CRA's the due diligence duties belong to the other parties in the process. Perhaps worst of all is the fact that CRAs do not usually seek representations from the issuers that due diligence was indeed performed». Secondo C. DEATS, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation?*, cit., 1833, il fatto che non sia ravvisabile alcun preciso dovere di svolgere verifiche e indagini farebbe dubitare dell'adeguatezza dell'*actual malice standard* per il servizio di rating, posto che le agenzie stesse descriverebbero la propria attività in termini di attività in qualche modo investigativa.

<sup>(143)</sup> *Mallinckrodt Chemical Works v. Goldman Sachs & Co. et al.*, 420 F. Supp. 231; 1976 U.S. Dist. LEXIS 13249; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,721.

<sup>(144)</sup> *Maurice L. Quinn v. The McGraw-Hill Companies, Inc.*, 168 F.3d 331; 1999 U.S. App. LEXIS 2294.

<sup>(145)</sup> *Maurice L. Quinn v. The McGraw-Hill Companies, Inc.*, 168 F.3d 331, 336; 1999 U.S. App. LEXIS 2294, 13-14. L'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating è stato ritenuto irragionevole proprio perché, nonostante fosse stato informato del fatto che, pur in presenza di un giudizio di rating positivo, l'investimento comportava l'assunzione di notevoli rischi, egli aveva detenuto in portafoglio i titoli acquistati anche a seguito del loro declassamento al di sotto della soglia dell'*investment grade*. Nonostante fossero stati declassati al rating CCC, infatti, i titoli in questione avevano continuato a pagare regolarmente gli interessi previsti per un certo periodo di tempo.

parti, ovvero di un rapporto di prossimità qualificata ad esso assimilabile, sia dall'applicabilità ai giudizi di rating del Primo Emendamento della Costituzione americana. Sebbene il *Dodd-Frank Act* sia intervenuto al fine di agevolare il ricorso ai rimedi giurisdizionali a disposizione degli investitori, invariati sono gli ostacoli che investitori e emittenti dovrebbero superare per vedere accolta una domanda di risarcimento per *negligent misrepresentation*, posto che la negligenza professionale rientra comunque nell'ambito dell'illecito civile di *common law* e che nessuna modifica legislativa ha espressamente inciso sulla esperibilità dei rimedi ad esso riconducibili. Un breve esame della casistica giurisprudenziale contribuisce a chiarire la portata e l'entità di tali impedimenti.

### **2.2.1. (Segue) Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti delle società chiuse e delle società emittenti.**

La sussistenza di un rapporto di *privity* tra il soggetto danneggiato e l'agenzia di rating non è sempre stata sufficiente a impedire l'applicazione da parte della giurisprudenza del Primo Emendamento ai giudizi di rating, a conferma del fatto che tale presidio ha rappresentato un importante limite al riconoscimento della responsabilità. Illuminante al riguardo è la casistica giurisprudenziale che affronta il tema della responsabilità nei confronti delle società chiuse oggetto di valutazione da parte dell'agenzia e delle società emittenti.

Un esempio è fornito dal caso *County of Orange v. McGraw Hill Co.* <sup>(146)</sup>. Standard & Poor's era stata incaricata dalla *County of Orange* di valutare il merito di credito di alcune emissioni obbligazionarie effettuate negli anni 1993 e 1994, fornendo nel contempo una serie di servizi di investimento aggiuntivi. Nonostante l'attribuzione di un giudizio positivo circa la stabilità finanziaria e la capacità della Contea di ripagare il debito contratto, poco dopo l'emissione del giudizio di rating erano venute alla luce le reali – e meno promettenti – condizioni finanziarie della *County of Orange*, le cui ingenti perdite furono poi aggravate dal pagamento degli interessi passivi sulle emissioni obbligazionarie in parola.

La Contea agì in giudizio nei confronti di Standard & Poor's sostenendo che, se quest'ultima avesse svolto diligentemente il proprio compito, rendendo nota la reale condizione finanziaria della Contea (e i rischi di cui era a conoscenza), le perdite sarebbero state senz'altro evitate. Oltre che per inadempimento contrattuale, l'agenzia Standard & Poor's sarebbe stata dunque responsabile, in sede extracontrattuale, anche per negligenza professionale.

Con riferimento alla prima emissione obbligazionaria, la Corte adita ha ritenuto di applicare il Primo Emendamento a entrambe le pretese vantate in giudizio, e, quindi, *anche al lamentato inadempimento contrattuale*, in ragione del fatto che dai contratti conclusi con la Contea non si sarebbe potuta ravvisare alcuna rinuncia espressa da parte dell'agenzia di rating alla tutela fornita dal Primo Emendamento <sup>(147)</sup>.

---

<sup>(146)</sup> *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154 (C.D. Cal. 1999).

<sup>(147)</sup> Tale rinuncia sarebbe dovuta consistere nell'assunzione di un preciso obbligo contrattuale di diligente svolgimento dell'incarico da parte dell'agenzia di rating, non potendosi ritenere sussistente alcun obbligo implicito (nel contratto) in tal senso. Cfr. *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154, 156 (C.D. Cal. 1999).



Il giudizio è proseguito, invece, con riferimento all'emissione obbligazionaria del 1994 e la controversia è stata successivamente transatta mediante il pagamento di un ammontare – irrisorio – a favore della *County of Orange* <sup>(148)</sup>.

Analoga è stata la soluzione fornita a un caso, *Compuware Corporation v. Moody's Investors Services, Inc.* <sup>(149)</sup>, per certi versi diametralmente opposto. L'agenzia di rating Moody's, incaricata di valutare il merito di credito della società Compuware e la sua capacità di ripagare un finanziamento di novecento milioni di dollari, aveva concluso, in entrambe le ipotesi, per un rating Baa2, tenuto sotto controllo e progressivamente diminuito al di sotto della soglia dell'*investment grade* principalmente in ragione del contenzioso tra la società e uno dei suoi più grandi partner commerciali, IBM. La responsabilità dell'agenzia di rating, invocata anche a titolo di inadempimento contrattuale, sarebbe dovuta derivare, nella ricostruzione attorea, dall'aver reso un giudizio erroneo – e diffamatorio – poiché inferiore rispetto a quello corretto. Tuttavia, richiamando il precedente *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, la Corte ha applicato l'*actual malice standard* anche all'accertamento dell'inadempimento contrattuale, lasciando l'agenzia di rating di fatto indenne dalle pretese avanzate.

Tutela ancora maggiore alle ragioni dell'agenzia di rating è stata fornita nel caso *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, Inc.* <sup>(150)</sup>. Il distretto scolastico della *Jefferson County*, nell'ambito di un programma di rifinanziamento di parte del proprio indebitamento tramite nuove emissioni obbligazionarie, aveva chiesto il rilascio di un giudizio a due agenzie di rating. Moody's non era tra queste; e ciò nonostante aveva deciso di pubblicare comunque un rating *unsolicited*, ossia non richiesto e basato esclusivamente su informazioni pubblicamente disponibili. A differenza che nei precedenti, mancava, in questo caso, un contratto che regolasse l'attività professionale di Moody's nei confronti del distretto scolastico.

Poiché il rating in questione esprimeva un giudizio fortemente negativo – «the outlook on the district's general obligation debt is negative, reflecting the district's ongoing financial pressures due in part to the state's past underfunding of the school finance act as well as legal uncertainties and fiscal constraint under Amendment 1» <sup>(151)</sup> – il distretto scolastico ebbe difficoltà a collocare i titoli presso il pubblico degli investitori e dovette concedere un tasso di interesse più alto di quello originariamente stabilito.

Il giudizio della Corte d'Appello è stato, in questo caso, ancora più radicale: anche nel caso in cui – come d'altra parte sosteneva il distretto scolastico – la pubblicazione di un rating *unsolicited* avesse costituito un'azione di ritorsione per avere scelto un'altra agenzia di rating, e quindi, anche in presenza di un atteggiamento ostile da parte di Moody's, doveva

---

<sup>(148)</sup> B. MASTERS, *Cases not always easy for the rating agencies*, nel *Financial Times* del 2 novembre 2012, disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/807b2362-275a-11e2-9863-00144feabdc0.html>. L'esito del caso è ricordato anche da F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down For The Credit Rating Agencies*, cit., 641 (nota 97) e 710.

<sup>(149)</sup> Cfr. *Compuware Corporation v. Moody's Investors Services Inc.*, 222 F.RD. 124; 2004 U.S. Dist. LEXIS 10671; del 10 giugno 2004, e, per la fase davanti alla *Federal Court*, 499 F.3d 520; 2007 U.S. App. LEXIS 20075; 2007 FED ap. 0336P (6<sup>th</sup> Circ.).

<sup>(150)</sup> *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F.3d 848; 1999 U.S. App. LEXIS 8460; 27 Media L. Rep. 1737.

<sup>(151)</sup> *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F.3d 848, 850; 1999 U.S. App. LEXIS 8460, 3-4; 27 Media L. Rep. 1737. Il riferimento è al Primo Emendamento della Costituzione del Colorado.

ritenersi applicabile il Primo Emendamento, e necessaria, ai fini della condanna, la prova dell'*actual malice*.

Si è distaccata, almeno in parte, dai principi enunciati nelle sentenze sopra citate una tra le prime pronunce in materia di responsabilità dell'agenzia di rating, resa in relazione al caso *Oberman v. Dun & Bradstreet, Inc.*, che «cassando» la sentenza di appello, ha negato l'applicabilità del Primo Emendamento a una valutazione sul merito di credito, nonostante la diffusione – a un pubblico della cui ampiezza la Corte non dà (e di cui non sembra tenere) conto – di un *credit report* contenente informazioni erronee, in ragione del quale una società aveva deciso di interrompere le trattative per la conclusione di un contratto con l'imprenditore oggetto del giudizio diffamatorio <sup>(152)</sup>.

Il caso in esame rappresenta quasi *un unicum* nel panorama giurisprudenziale americano. Il giudizio di rating aveva ad oggetto il merito di credito di un imprenditore e non dei titoli emessi da una società e, per tale motivo, il soggetto danneggiato era – come, d'altro canto, nei casi appena esaminati – l'imprenditore e non un «investitore». La diffusione del giudizio aveva, infatti, determinato la decisione di una controparte contrattuale di non concludere il contratto con l'imprenditore medesimo. Eppure, né l'imprenditore in questione né la sua controparte avevano incaricato l'agenzia di emettere il giudizio di rating. Ciò nonostante la Corte è giunta comunque a negare l'applicabilità del Primo Emendamento, senza, peraltro, svolgere alcuna considerazione in merito alla diffusione del *credit report*.

Ai fini della decisione, la circostanza di fatto più significativa è stata, forse, che l'oggetto della valutazione era rappresentato dalla solvibilità dell'imprenditore e non dal merito di credito di una emissione obbligazionaria: mancava, quindi, un «pubblico degli investitori». L'applicabilità del Primo Emendamento al giudizio di rating sembra, dunque, essere stata negata per l'assenza di un «mercato» vero e proprio, senza il quale, appunto, sulla libera circolazione delle informazioni prevale l'interesse dell'imprenditore a non vedere ingiustamente danneggiata la propria reputazione nei confronti delle possibili controparti contrattuali.

Salvo quest'ultimo caso, però, le sentenze relative alla responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti delle società chiuse valutate o delle società emittenti mostrano chiaramente che, nonostante la presenza di un rapporto di *privity* dovrebbe teoricamente escludere l'applicabilità del Primo Emendamento, la tutela delle ragioni delle agenzie di rating è stata storicamente predominante, al punto da prevalere sul regolamento contrattuale eventualmente sussistente.

### **2.2.2. (Segue) Responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti di un singolo investitore.**

Si è visto, dunque, che la giurisprudenza statunitense ha spesso riconosciuto l'applicabilità del Primo Emendamento a tutela dei giudizi di rating anche quando vi era, tra la società valutata – o i cui titoli sono stati oggetto di valutazione – e l'agenzia di rating, un rapporto di *privity*.

---

<sup>(152)</sup> *Oberman v. Dun & Bradstreet, Inc.*, 460 F.2d 1381, 1384; 1972 U.S. App. LEXIS 10284, 7-8; ove si osserva che «we are not persuaded that the credit rating of Oberman's business was entitled to the same treatment that the Supreme Court has afforded newspaper and magazines, but, assuming arguendo that the credit rating was entitled to that protection, we fail to see how giving the protection in this case brought by a private person upon a matter not of public interest can be justified».

Anche qualora il soggetto danneggiato dal giudizio di rating sia un singolo investitore accade non di rado che vi sia un regolamento contrattuale tra le parti in forza del quale, ad esempio, l'investitore conferisce all'agenzia l'incarico di effettuare una valutazione su un proprio partner commerciale o sugli strumenti finanziari da questo emessi. Il contenuto di tali pattuizioni contrattuali è stato, tuttavia, sovente valorizzato dalla giurisprudenza statunitense al fine di negare la sussistenza della responsabilità, a prescindere dall'eventuale applicabilità del Primo Emendamento, a conferma del fatto che tale presidio ha costituito forse il più importante ma non l'unico limite al riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating.

In *Globe Improvement Company v. Perth Amboy Credit Rating*, l'agenzia, incaricata contrattualmente di verificare il merito di credito di un debitore dell'impresa di ferramenta committente, aveva omesso di indicare nella propria relazione l'esistenza di un'ipoteca su uno dei beni di proprietà di quest'ultimo. La richiesta di risarcimento del danno è stata in questo caso respinta alla luce della clausola contrattuale che escludeva espressamente la responsabilità in caso di colpa e della mancata prova in giudizio del dolo dell'agenzia di rating<sup>(153)</sup>.

Un ulteriore esempio è fornito dal caso *Henry Baumann v. The Bradstreet Company*, nel quale un'agenzia mercantile aveva omesso di includere, nel proprio giudizio sul merito di credito di un cliente del committente, informazioni sul contenzioso pendente nei suoi confronti. La Corte Suprema di New York ha escluso la responsabilità della *mercantile agency* sulla base del fatto che, nella prassi dell'agenzia, non vi era quella di effettuare controlli in merito al contenzioso pendente nei confronti dei soggetti valutati<sup>(154)</sup>.

Sostanzialmente isolato è, quindi, l'esito del giudizio in *Kleartone Transparent Products Co. v. Dun & Bradstreet*, ove la Corte ha concesso il risarcimento del danno a un soggetto che aveva richiesto all'agenzia di rating di esprimere un giudizio sulla solvibilità di un potenziale debitore, poiché l'agenzia aveva omesso di menzionare nel *credit report* l'esistenza di cause pendenti nei confronti di quest'ultimo.

Pur avendo ad oggetto una fattispecie sostanzialmente analoga a quella affrontata dalla Corte Suprema di New York nel precedente *Henry Baumann v. The Bradstreet Company*, infatti, le informazioni sulla situazione finanziaria della società valutata fornite dall'agenzia di rating alla società committente erano state ritenute, in questo caso, così lacunose e fuorvianti da integrare gli estremi della *gross negligence* (grave negligenza), e, in particolare, di un «reckless disregard of consequences, with an indifference to the rights of others»<sup>(155)</sup>.

### **2.2.3. (Segue) Responsabilità per la comunicazione di un voto di rating a un gruppo di investitori o al pubblico.**

In alcuni dei casi poc'anzi ricordati, le argomentazioni addotte dalle corti hanno riguardato, in sostanza, i contenuti del regolamento contrattuale in essere tra il soggetto danneggiato dall'errato giudizio di rating e l'agenzia, senza fare ricorso al Primo Emendamento. Tale

---

<sup>(153)</sup> *Globe Improvement Company v. Perth Amboy Credit Rating*, 116 N.J.L. 168; 182 A. 641; 1936 N.J. LEXIS 215; 102 A.L.R. 1068.

<sup>(154)</sup> *Henry Baumann v. The Bradstreet Company*, 238 A.D. 617; 265 N.Y.S. 169; 1933 N.Y. App. Div. LEXIS 9573.

<sup>(155)</sup> *Kleartone Transparent Products Co. v. Dun & Bradstreet, Inc.*, 88 A.D. 2d 353; 453 N.Y.S.2d 433, 1982 N.Y. App. Div. LEXIS 17062. La decisione è commentata anche da F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 518 s.

presidio – che, come si ricordava, è stato invece a più riprese utilizzato dalla giurisprudenza al fine di proteggere le agenzie di rating, in qualità di membri della stampa, dalle pretese risarcitorie avanzate dalla società valutata o dal *bond issuer* – è stato sovente messo da parte anche nei casi in cui il giudizio di rating era stato comunicato a un numero ristretto di investitori.

In *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmos Builders, Inc.*, la Corte Suprema degli Stati Uniti, giudicando sul danno arrecato alla reputazione di un imprenditore erroneamente ritenuto fallito in un *credit report* diffuso a cinque investitori – obbligati, peraltro, a non diffondere ulteriormente le informazioni ivi contenute – ha ritenuto, infatti, che tale informazione non avesse ad oggetto alcuna materia di interesse pubblico. Trattandosi di un *credit report* messo a disposizione esclusivamente di cinque investitori, non è stata ritenuta operante alcuna speciale tutela<sup>(156)</sup>.

Minori ostacoli sembrerebbero, dunque, frapporsi al positivo accertamento della responsabilità dell'agenzia di rating per l'emissione di un giudizio errato qualora esso sia stato divulgato esclusivamente a beneficio di un numero limitato e, in un certo qual modo, predeterminato di destinatari. Alla luce delle circostanze del caso concreto, anche solo il numero limitato dei destinatari della relazione dell'agenzia potrebbe, infatti, deporre nel senso di escludere che il giudizio di rating abbia ad oggetto una materia di interesse pubblico. Ciò nonostante, le pronunce statunitensi in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori sono ben lontane dall'adottare un indirizzo univoco al riguardo.

Diverso ancora è, infatti, il caso *Rosenstein v. Standard & Poor's Corp.*<sup>(157)</sup>. L'agenzia di rating non aveva corretto tempestivamente un prezzo di chiusura sulla base del quale era stato calcolato un indice di borsa al quale erano a loro volta correlati alcuni derivati finanziari. Parte attrice, titolare dei derivati in questione, aveva basato le proprie decisioni di investimento sull'indice erroneamente calcolato e, a seguito di ingenti perdite, aveva chiesto in giudizio il risarcimento del danno per *negligent misrepresentation* dell'agenzia di rating.

Non essendo circoscritta a un numero limitato e predeterminato di destinatari, l'informazione diffusa tramite la pubblicazione di un indice di borsa errato si avvicina molto alla diffusione di un rating non corretto presso il pubblico.

Eppure, nel caso pocanzi citato, la Corte non soltanto ha ritenuto di non dover applicare il Primo Emendamento, ma ha affermato che Standard & Poor's, avendo accettato di produrre informazioni sulla base delle quali sarebbero state assunte scelte di investimento e disinvestimento, poteva *ragionevolmente prevedere* il verificarsi di un danno

---

<sup>(156)</sup> *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmos Builders, Inc.*, 472 U.S. 749, 762; 105 S. Ct. 2939, 2947; 86 L. Ed. 2d 593, 604; 1985 U.S. LEXIS 103; 53 U.S.L.W. 4866; 11 Media L. Rep. 2417: «since the credit report was made available to only five subscribers, who, under the terms of the subscription agreement, could not disseminate it further, it cannot be said that the report involves any “strong interest in the free flow of commercial information”. There is simply no credible argument that this type of credit reporting requires special protection to ensure that “debate on public issues [will] be unhibited, robust and wide-open». Si tratta di uno dei pochi casi in cui si è arrivati a una pronuncia di condanna delle agenzie di rating. Come, difatti, ricorda C. DEATS, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation?*, cit., 1843, la Corte Suprema del Vermont ha confermato il verdetto della giuria che aveva liquidato danni compensativi nell'ammontare di cinquantamila dollari e danni punitivi pari a trecentomila dollari.

<sup>(157)</sup> *Rosenstein v. Standard & Poor's Corp.*, 636 N.E.2d 665 (Ill. App. Ct. 1993).

analogo a quello subito dalla parte attrice <sup>(158)</sup>. Si tratta, in buona sostanza, della *foreseeability rule*, che, come si anticipava, è stata applicata anche nei confronti delle società di revisione e in base alla quale il risarcimento del danno può essere riconosciuto nei confronti di tutti i soggetti che prevedibilmente potrebbero avere conoscenza del giudizio del revisore sul bilancio (o del giudizio dell'agenzia di rating) <sup>(159)</sup>.

La *foreseeability rule* non ha, tuttavia, trovato applicazione in altre ipotesi in cui il giudizio di rating è stato divulgato presso il pubblico.

Emblematica in tal senso è la pronuncia resa nel caso *In re Enron*, legato al più volte ricordato *default* dell'omonimo colosso energetico. Nonostante parte attrice fosse riuscita a dimostrare che il giudizio di rating conteneva informazioni false, la Corte, pur ritenendo inapplicabile il Primo Emendamento, ha respinto la domanda di risarcimento non potendo ravvisare in capo alle agenzie di rating alcun dovere di diligenza nei confronti degli investitori, proprio in ragione del fatto che «[t]he credit rating reports regarding Enron by national credit rating agencies were not private or confidential, but distributed “to the world” and were related to the creditworthiness of a powerful public corporation that operated internationally» <sup>(160)</sup>.

Il risultato comune alle pronunce in materia di responsabilità dell'agenzia di rating sembra dunque arrestarsi alla irresponsabilità delle agenzie per *negligent misrepresentation* anche nei casi di diffusione dei giudizi presso gruppi di investitori o presso il pubblico, sia in applicazione del Primo Emendamento o in ragione dell'inesistenza di un rapporto di *privity* tra le parti, sia alla luce dell'interpretazione del contratto qualora invece tale rapporto sia nei fatti esistente.

### **2.3. La responsabilità dell'agenzia di rating in caso di frode. *Pleading standard e fraud-on-the-market theory*.**

Un altro rimedio importante nell'ordinamento statunitense, specie nel caso in cui la diffusione di informazioni inesatte divenga il veicolo per attuare una frode a danno del mercato (e quindi specialmente qualora la diffusione dell'informazione inveritiera sia stata ampia e rivolta al pubblico indistinto), è rappresentato dal ricorso alla disciplina legislativa delle *securities fraud*. Tale rimedio solitamente si affianca o viene utilizzato in via alternativa

---

<sup>(158)</sup> *Rosenstein v. Standard & Poor's Corp.*, 636 N.E.2d 665, 672 (Ill. App. Ct. 1993), in cui la Corte ha affermato che «the trial court erred in determining that S&P did not owe a duty to plaintiff, that it had a special position as a publisher of stock market indexes, that plaintiff did not rely on S&P representation, and that plaintiff was not a member of a limited class that might have been foreseeable to S&P».

<sup>(159)</sup> F. BONELLI, *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, 1979, 977 ss., che richiama la sentenza *Landell v. Lybrand*, 264 Pa. 406; 8 A.L.R. 461 (1919), con riferimento alla *privity of contract*, e, per le successive aperture, la già citata sentenza della Corte d'Appello di New York del 6 gennaio 1931, *Ultramares Corp. v. Touche*, 255 N.Y. 170; 174 N.E. 441; 1931 N.Y. LEXIS 660; 74 A.L.R. 1139. In argomento anche P. GIUDICI, *Auditors Multi-Layered Liability Regime*, cit., 29 ss.; A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, cit., 364; M. GIRETTI, *Il revisore che sbaglia paga: ma quanto e a chi?*, in *Danno e resp.*, 2000, 483 s. Per un ampio studio della giurisprudenza di *common law* in materia e, in particolare, degli strumenti utilizzati dalle corti per limitare la risarcibilità del danno nei confronti dei terzi, si rinvia a G.M. BUTA, *La responsabilità civile dei revisori nei confronti dei terzi nella common law*, cit., 342 ss.

<sup>(160)</sup> *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 827; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 227-228 (S.D. Tex. Feb. 2005), ove si precisa anche che «[h]ere, the Court finds that relationship between the alleged negligent misrepresentation by the Credit Rating Agencies and the harm to CRRA too remote, as a matter of public policy, to impose a duty. The credit reports were distributed to the world at large (...).».

rispetto alla *claim* per *negligent misrepresentation*, della quale, tuttavia, condivide alcuni presupposti, ed è stato frequentemente invocato anche nei confronti delle agenzie di rating.

In molti dei casi esaminati finora il soggetto danneggiato non era un investitore che ha acquistato titoli sul mercato, bensì la società emittente o debitrice, ovvero un suo creditore, al più facente parte di una cerchia più o meno ristretta di altri creditori/investitori, determinatosi all'investimento (anche) a seguito della diffusione di un giudizio di rating. In tali ipotesi, al fine di ottenere il risarcimento del danno, è spesso stata cruciale la qualificazione del rapporto intercorrente tra il soggetto danneggiato e l'agenzia di rating, posto che, anche a voler ritenere non operante il Primo Emendamento, in assenza di un rapporto di *privity* tra le parti, il risarcimento del danno è stato di regola negato nelle ipotesi di condotta meramente colposa dell'agenzia di rating.

In caso di condotta dolosa dell'agenzia di rating produttiva di un danno nei confronti di una moltitudine di investitori si aprono, invece, scenari (anche molto) diversi da quello appena prospettato, se non altro perché, come si anticipava, dalla prima emissione dei titoli sul mercato dei capitali, e durante la loro circolazione, si applica la disciplina federale volta a contrastare le frodi sul mercato. Si tratta, in particolare, della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e della corrispondente disciplina attuativa emanata dalla SEC (la *Rule 10b-5*), che vietano la comunicazione al mercato di informazioni false o fuorvianti e l'omessa comunicazione di informazioni necessarie a non trarre in inganno il pubblico <sup>(161)</sup>. È, quindi, espressamente fatto divieto di fornire al mercato un'*informazione dolosamente falsa*; nulla si dice in relazione ai casi nei quali la diffusione di un'informazione errata sia dovuta a una condotta meramente negligente <sup>(162)</sup>.

L'elemento soggettivo richiesto dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e dalla *Rule 10b-5* sembra, di fatto, coincidere con l'*actual malice standard*. La violazione della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e della *Rule 10b-5* della SEC è stata, infatti, riconosciuta, unitamente all'inapplicabilità del Primo Emendamento, nel caso *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation* <sup>(163)</sup>, per avere l'agenzia di rating attribuito un rating favorevole a dei titoli ad alto rischio. L'attribuzione di un rating positivo si sarebbe inserita, secondo la ricostruzione attorea, nell'ambito di una frode più complessa nella quale l'agenzia avrebbe svolto un ruolo attivo al fianco degli intermediari responsabili del collocamento dei titoli, e per tale motivo la Corte ha ritenuto di negare l'applicabilità del Primo Emendamento.

Il dolo dell'agenzia di rating esclude, quindi, la necessità di allegare e provare l'esistenza di un dovere di diligenza in capo alla medesima ai fini del risarcimento del danno

---

<sup>(161)</sup> Ai sensi della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* è vietato «to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe (...)». Come precisa la *Rule 10b-5* emanata dalla SEC in sua attuazione, è illecito «(a) to employ any device, scheme or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made (...) not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security».

<sup>(162)</sup> Come si ricorda in *Mallikrodt Chemical Works v. Goldman Sachs & Co. et al.*, 420 F. Supp. 231; 1976 U.S. Dist. LEXIS 13249; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,721, «ordinary negligence is not actionable», salvo che ciò non risulti ammissibile alla luce del regolamento contrattuale stabilito dalle parti.

<sup>(163)</sup> *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation*, 1993 U.S. Dist. LEXIS 18592. J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 302, in particolare, ricorda che «under current law “recklessness” – meaning a conscious recognition that a statement might be false or an indifference to its truth or accuracy – suffices to satisfy the scienter standard under Rule 10b-5».

e l'accertamento di una responsabilità dolosa di primo acchito sembrerebbe, pertanto, più agevole.

La disciplina federale in materia di frodi sul mercato, lungi dal limitare qualsiasi servizio di informazione in materia finanziaria, nonché dall'imporre ai soggetti che forniscono tali informazioni di verificare attentamente la veridicità delle informazioni raccolte e pubblicate, mira esclusivamente a scongiurare il pericolo che la diffusione di informazioni errate e fuorvianti costituisca lo strumento atto ad agevolare o a realizzare una frode a danno degli investitori. Ai fini dell'accertamento della responsabilità, non potrà dunque prescindere dall'esistenza di un qualche contributo dell'agenzia di rating alla realizzazione di una «frode», o comunque dalla sussistenza di un rapporto per così dire «qualificato» tra l'agenzia e la società emittente, che consenta, ad esempio, l'accesso da parte della prima a informazioni maggiori e più approfondite rispetto a quelle fornite dalla società al pubblico degli investitori <sup>(164)</sup>, da cui possa desumersi che l'agenzia di rating abbia consapevolmente diffuso al mercato informazioni false o fuorvianti o, in ogni caso, abbia dubitato della loro veridicità all'atto della diffusione, con l'intento di trarre in inganno il pubblico. Non sarà, dunque, comunque agevole la prova dell'elemento soggettivo di una *securities fraud* nei termini dell'«intent to deceive», ossia dell'intento di trarre in inganno i destinatari del rating, posto che, di regola, essa sarà costituita dalla prova del fatto che l'agenzia di rating ha pubblicato un giudizio pur essendo a conoscenza della sua scarsa qualità <sup>(165)</sup>.

Un esempio è rappresentato dal caso *LaSalle National Bank v. Duff & Phelps*. Ventisei investitori istituzionali avevano promosso un giudizio nei confronti dell'agenzia di rating Duff & Phelps sostenendo che quest'ultima avesse preso parte alla realizzazione di una frode messa in atto da una società emittente obbligazioni sul mercato. Le obbligazioni in questione erano state valutate “AA” e “AA+” dall'agenzia di rating nonostante la presenza di circostanze, note all'agenzia medesima, che avrebbero potuto pregiudicare gravemente la possibilità della società di ripagare tempestivamente e interamente il proprio debito. Una delle condizioni del successo dell'operazione era legata all'ottenimento di un rating non inferiore ad AA, che l'agenzia aveva immediatamente provveduto a concedere, diffondendo nel contempo informazioni false e fuorvianti allo scopo di indurre all'acquisto gli investitori <sup>(166)</sup>. Tuttavia, la Corte non ha ritenuto sufficientemente provata in fatto tale ricostruzione e ha negato il risarcimento del danno.

Nel caso *First Equity Corporation of Florida et al. v. Standard & Poor's Corporation* <sup>(167)</sup>, invece, l'agenzia di rating aveva erroneamente descritto le caratteristiche di alcuni titoli di debito convertibili – rappresentando, in particolare, il pagamento di un interesse al momento della conversione – inducendo alcuni soggetti all'investimento. Pur negando il

---

<sup>(164)</sup> *In re Republic National Life Insurance Company and Real Equities Corporation of New York et al.*, 387 F. Supp. 902, 905-906; 1975 U.S. Dist. LEXIS 14364, 7; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,951. Come osserva la Corte nella sentenza *Abu Dhabi Commercial Bank, King County, Washington v. Morgan Stanley & Co., The Bank of New York Mellon Qsr Management Limited, Moody's Investors Services, Standard and poor's Rating Services*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 119671, 50, «the Rating Agencies may only be liable for fraud if the ratings both misstated the opinions or beliefs held by the Rating Agencies and were false or misleading with respect to the underlying subject matter they address».

<sup>(165)</sup> In argomento, J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 61.

<sup>(166)</sup> *LaSalle National Bank v. Duff & Phelps*, 951 F. Supp. 1071; 1996 U.S. Dist. LEXIS 18101; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P99,444.

<sup>(167)</sup> *First Equity Corporation of Florida et al. v. Standard & Poor's Corporation*, 670 F. Supp. 115; 1987 U.S. Dist. LEXIS 8835; 14 Media L. Rep. 1945.

diritto al risarcimento del danno, la sentenza in parola si distingue poiché ha affermato che l'accertamento di una responsabilità (dolosa) dell'agenzia di rating avrebbe richiesto la prova del fatto che quest'ultima era a conoscenza della falsità delle informazioni fornite<sup>(168)</sup>. Data tale prova, si sarebbe potuto ritenere provato – ma questo passaggio non viene esplicitato – in via presuntiva il nesso di causalità tra la condotta dell'agenzia di rating e il danno<sup>(169)</sup>.

L'operatività del Primo Emendamento potrebbe quindi ritenersi limitata nel caso di responsabilità ai sensi della *Rule* 10b-5, poiché quest'ultima presuppone un comportamento doloso dell'agenzia, nei termini di contributo o partecipazione a un disegno fraudolento altrui, che sarebbe sufficiente a integrare l'*actual malice*, ossia il dolo necessario a rendere inoperante la tutela costituzionale della libertà di manifestazione del pensiero. La dimostrazione in giudizio del dolo dell'agenzia, come mostra la casistica giurisprudenziale richiamata, è tuttavia tutt'altro che agevole, così come particolarmente arduo è il soddisfacimento dell'onere della prova in relazione agli altri elementi dell'illecito descritto dalla *Rule* 10b-5. L'investitore sarebbe, infatti, onerato di provare non soltanto l'ovvia diffusione di un giudizio di rating inesatto e il dolo dell'agenzia, ma anche l'affidamento (*reliance*) riposto dall'investitore nel giudizio di rating che ha dato luogo all'operazione di acquisto o vendita dalla quale è originato il danno (*transaction causation*), l'esistenza di un danno e il fatto che il danno è stato direttamente causato dalla diffusione del rating (*loss causation*)<sup>(170)</sup>. Sono evidenti le difficoltà che gli investitori hanno incontrato non soltanto nel provare concretamente il danno subito, solitamente rappresentato dal maggior prezzo pagato per acquistare gli strumenti finanziari in questione o dal minor profitto ottenuto dalla loro vendita, ovvero dalla perdita di valore dell'investimento effettuato, ma specialmente il nesso di causalità, sia in termini di conoscenza della valutazione resa dall'agenzia e affidamento in concreto riposto nel giudizio di rating, sia in termini di perdita patrimoniale direttamente riconducibile alla diffusione del rating errato.

È infatti proprio con riferimento alla violazione della *Section* 10(b) del *Securities Exchange Act* del 1934 e della *Rule* 10b-5 della SEC che, al fine di agevolare la prova del nesso di causalità tra diffusione di informazioni errate e danno subito dagli investitori che

---

<sup>(168)</sup> *First Equity Corporation of Florida et al. v. Standard & Poor's Corporation*, 670 F. Supp. 115, 119; 1987 U.S. Dist. LEXIS 8835, 10-12; 14 Media L. Rep. 1945.

<sup>(169)</sup> In tal senso F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit. 527 s.

<sup>(170)</sup> Più precisamente, al fine di sostenere in giudizio una domanda di risarcimento basata su una violazione della *Rule* 10b-5 della SEC occorre provare che: (i) l'agenzia di rating ha diffuso al mercato informazioni errate o fuorvianti ovvero ha omesso di fornire informazioni necessarie a non trarre in inganno il pubblico; (ii) tali informazioni erano rilevanti ai fini della transazione posta in essere, che sono state divulgate consapevolmente o, comunque, che l'agenzia di rating poteva ragionevolmente dubitare della loro veridicità; (iii) ci fosse l'intento dell'agenzia di trarre in inganno il pubblico; (iv) l'affidamento riposto nella correttezza delle informazioni fosse giustificabile; e, infine, (v) vi fosse un nesso di causalità tra la diffusione delle predette informazioni e il danno subito. Con riferimento alla prova dei presupposti del rimedio previsto dalla *Section* 10(b) del *Securities Exchange Act* e della *Rule* 10b-5 della SEC, cfr., anche per riferimenti, B.M. BARBER – P.A. GRIFFIN – B. LEV, *The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency*, in *the Journal of Corporation Law*, winter 1994, 286, spec. nota 3, disponibile anche su <http://faculty.gsm.ucdavis.edu/~bmbarber/Paper%20Folder/JCL%20Fraud%20on%20the%20Market.pdf>. In generale, sugli elementi della frode nella *common law*, si veda anche *In re National Century Financial Enterprises, Inc. Investment Litigation*, 580 F. Supp. 2d. 630, 645 (S.D. Ohio 2008). Su questi temi si tornerà diffusamente in seguito. Cfr. *infra*, capitolo 5, § 4.



hanno acquistato titoli sul mercato, è stata elaborata dalla giurisprudenza la *fraud-on-the-market theory* <sup>(171)</sup>.

La *fraud-on-the-market theory* prende le mosse dall'assunto che le informazioni – anche non corrette – disponibili sul mercato circa un titolo negoziato o un emittente, influiscano sul prezzo del titolo medesimo. È pertanto irrilevante, al fine di determinare se un dato investitore si sia basato su una data informazione per assumere una scelta di (dis)investimento, verificare se l'investitore abbia consultato la fonte di tale informazione, poiché quest'ultima è già «incorporata» e riflessa nel prezzo del titolo (acquistato o venduto). L'investitore può, dunque, chiedere ristoro non già per il danno subito per aver fatto affidamento su di una specifica informazione – posto che, nella gran parte dei casi, agenzie di rating, società di revisione, consulenti finanziari e intermediari finanziari sono comunque in grado di provare che gli investitori non hanno letto o compreso le informazioni fornite o i documenti nei quali erano incluse le affermazioni ritenute non corrette o fuorvianti –, ma per aver confidato nell'integrità e correttezza del prezzo del titolo elaborato dal mercato. L'onere della prova si sposta, dunque, dalla prova dell'affidamento riposto dall'investitore in una specifica (fonte di) informazione alla prova dell'efficienza del mercato sul quale è negoziato il titolo da questi acquistato o ceduto <sup>(172)</sup>. Con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating, tuttavia, questo parrebbe doversi confrontare con la minore efficienza del mercato (pubblico e privato) dei titoli di debito rispetto al mercato azionario <sup>(173)</sup>.

Un altro ostacolo all'operatività in concreto dei rimedi previsti dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e dalla *Rule 10b-5*, a dire il vero logicamente antecedente ai summenzionati problemi di prova, è, poi, rappresentato dalla necessità per la parte attrice di osservare *pleading standard* particolarmente stringenti. Come precisa la *Rule 9(b)* delle *Federal Rules of Civil Procedure*, infatti, i fatti sui quali si basano le doglianze di frode – ma il discorso vale anche in caso di errore (c.d. *mistake*) – devono essere indicati nell'atto introduttivo del giudizio con precisione (*with particularity*) <sup>(174)</sup>. Questo potrà, con alcune varianti introdotte in sede giurisprudenziale, richiedere, già in occasione della proposizione dell'azione, l'indicazione non soltanto delle affermazioni false contestate all'agenzia di rating, ma anche l'individuazione di quando e dove tali affermazioni siano state fatte e dei motivi per i quali si ritengono false o fuorvianti <sup>(175)</sup>.

---

<sup>(171)</sup> Sulla *fraud-on-the-market theory* si veda *infra*, capitolo 5, § 7.1.

<sup>(172)</sup> B.M. BARBER – P.A. GRIFFIN – B. LEV, *The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency*, in *the Journal of Corporation Law*, cit., 287 ss., citando sul punto la Corte Suprema degli Stati Uniti in *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

<sup>(173)</sup> D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About it*, cit., 656.

<sup>(174)</sup> Cfr. *Rule 9(b) of the Federal Rules of Civil Procedure*: «[i]n all averments of fraud or mistake, the circumstances constituting fraud or mistake shall be stated with particularity. Malice, intent, knowledge, and other condition of mind of a person may be averred generally». Sui *pleading standard* in relazione all'elemento soggettivo si veda *infra*, nota 180.

<sup>(175)</sup> In *LaSalle National Bank v. Duff & Phelps*, 951 F. Supp. 1071; 1996 U.S. Dist. LEXIS 18101; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P99,444; la Corte precisa che, al fine di soddisfare gli standard richiesti dalla *Rule 9(b)* occorrerà specificare quali affermazioni si ritengono state rese con dolo, chi ha fornito le informazioni che sono oggetto di contestazione, in quale occasione e perché tali informazioni (false) sarebbero state dolosamente fornite. Cfr. anche *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation*, 1993 U.S. Dist. LEXIS 18592, 6-7; e *In re Republic National Life Insurance Company and Real Equities Corporation of New York et al.*, 387 F. Supp. 902; 1975 U.S. Dist. LEXIS 14364; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,951, dove la pretesa attorea è stata rigettata in considerazione della mancata indicazione specifica delle raccomandazioni di investimento asseritamente false e fuorvianti che l'agenzia di rating avrebbe reso pubbliche e della mancata menzione del fatto che gli

A ciò si aggiungevano gli ulteriori *pleading standard*, previsti originariamente dal *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA) con riferimento all'elemento soggettivo, ora abrogati, come si vedrà in seguito, dal *Dodd-Frank Act*. È infatti proprio sull'esperibilità nei confronti delle agenzie di rating del rimedio previsto dalla *Rule* 10b-5 che si riscontrano le principali novità in materia di danno da rating introdotte dall'intervento normativo richiamato.

### 2.3.1. (Segue) Il termine di prescrizione.

A rendere ancora più difficile il ricorso ai rimedi previsti dalla *Section* 10(b) del *Securities Exchange Act* del 1934 e dalla *Rule* 10b-5 della SEC contribuisce non solo la previsione di stringenti *pleading standard*, ma anche un termine di prescrizione dell'azione particolarmente breve.

Nonostante, il *Sarbanes-Oxley Act* abbia allungato quello, estremamente ridotto, applicabile nel vigore della precedente disciplina, il termine di prescrizione dell'azione fondata sulla violazione delle predette disposizioni rimane ancora contenuto<sup>(176)</sup>. L'azione può, infatti, essere promossa entro due anni da quando la violazione è diventata nota, ovvero entro cinque anni dai fatti in questione, a prescindere dalla loro conoscenza<sup>(177)</sup>, essendo, pertanto, cruciale, ai fini dell'accertamento della responsabilità, il momento in cui la violazione dalla quale è derivato il danno diventa nota al soggetto danneggiato (o sarebbe dovuta esserlo).

## **3. Verso un primo riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating negli Stati Uniti.**

Nel dicembre 2009, la Camera dei Rappresentanti ha approvato un disegno di legge volto a disciplinare la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori. In sostanza, in tale progetto di legge si riconosceva all'investitore il diritto di ottenere ristoro in caso di condotta gravemente negligente dell'agenzia<sup>(178)</sup>.

Se tale proposta fosse diventata legge, la risarcibilità del danno da rating sarebbe stata comparativamente più agevole della risarcibilità del danno da informazione inesatta cagionato dall'emittente, poiché in quest'ultimo caso le disposizioni previste in materia di

---

investitori, venuti a conoscenza di tali informazioni, avevano basato su di esse le proprie decisioni di investimento.

<sup>(176)</sup> La Corte Suprema in precedenza aveva, infatti, ritenuto che il termine di prescrizione applicabile a tali ipotesi fosse quello di un anno da quando la violazione è diventata nota (bastando, a tal fine, anche una conoscenza inferenziale e non attuale), ovvero quello di tre anni dai fatti in questione, a prescindere dalla loro conoscenza. Cfr. *Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow v. Gilbertson*, 501 U.S. 350, 364; 111 S. Ct. 2773, 2782; 115 L. Ed. 2d 321 (1991).

<sup>(177)</sup> Cfr. 28 USC § 1658. In argomento anche *In re Moody's Corporation Securities Litigation*, 599 F. Supp. 2d 493, 505; 2009 U.S. Dist. LEXIS 13894, 19, e, nella letteratura italiana, M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 100 s.

<sup>(178)</sup> La *Section* 6003(c) of H.R. 4173, prevedeva infatti che l'investitore che ha acquistato titoli valutati da un'agenzia di rating, «shall have the right to recover for damages if the process of determining the credit rating was (1) grossly negligent, based on the facts and circumstances at the time the rating was issued, and (2) a substantial factor in the economic loss suffered by the investor», come ricorda J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 26.

frodi sul mercato dei capitali dal *Securities Exchange Act* del 1934 avrebbero continuato a richiedere, come ricordato, l'elemento soggettivo del dolo <sup>(179)</sup>.

Il testo approvato dalla Camera dei Rappresentanti non è divenuto, tuttavia, legge ed è stato sostituito da un'altra previsione in materia di responsabilità delle agenzie di rating, poi introdotta nel 2010 dal *Dodd-Frank Act*.

La *Section 933* del *Dodd-Frank Act* ha sostanzialmente esteso alle agenzie di rating le previsioni del *Securities Exchange Act* in materia di responsabilità civile delle società di revisione e degli analisti finanziari. È previsto, infatti, che in sede di introduzione del giudizio debbano essere indicati con precisione i fatti dai quali è possibile desumere che l'agenzia di rating abbia – deliberatamente – omesso di svolgere (o di incaricare un terzo indipendente dello svolgimento di) un'adeguata attività di raccolta di informazioni e di verifica degli elementi di fatto necessari a pervenire, secondo le proprie metodologie, al giudizio di rating su determinati strumenti finanziari <sup>(180)</sup>.

Viene meno poi la protezione (c.d. *safe harbor*) accordata dal PSRLA alle affermazioni aventi ad oggetto eventi futuri <sup>(181)</sup>. Il *Dodd-Frank Act* ha modificato infatti i *pleading standard* necessari ad avanzare in giudizio pretese fondate sulla violazione della disciplina delle frodi sul mercato dei capitali, introdotti nel 1995 dal PSRLA al fine di evitare il ricorso ai rimedi giudiziari a scopo di disturbo, che richiedevano alla parte attrice di indicare precisamente i fatti sulla base dei quali potesse desumersi la sussistenza di una frode anche con riferimento all'elemento soggettivo <sup>(182)</sup>, con il risultato che, già nelle fasi introduttive del giudizio, la parte attrice era onerata di allegare fatti dai quali si potesse trarre che l'agenzia di rating non credeva nella bontà del giudizio espresso o che quest'ultimo non aveva alcun fondamento.

---

<sup>(179)</sup> J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 26 s., ritiene che occorra una pronuncia della Corte Suprema degli Stati Uniti al fine di chiarire se il Primo Emendamento sia applicabile alle valutazioni sul merito di credito emesse dalle agenzie di rating.

<sup>(180)</sup> Cfr. *Section 15E(m)* del *Securities Exchange Act* del 1934, come modificata dalla *Section 933(b)(1)(B)* del *Dodd-Frank Act*: «it shall be sufficient for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed (1) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or (2) to obtain reasonable verification of such factual information of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter». In argomento si veda anche A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 78 s. L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 193, ricorda, invece, come le novità normative introdotte dal *Dodd-Frank Act* abbiano rappresentato, tra l'altro, un tentativo di estendere alle agenzie di rating le norme previste in materia di responsabilità dei revisori dalla disciplina statunitense.

<sup>(181)</sup> Il PSRLA del 1995, intervenendo sul *Securities Act* del 1933 e sul *Securities Exchange Act* del 1934 esonerava dalla responsabilità le società e i suoi esponenti che avessero diffuso presso il pubblico alcuni tipi di *soft information*, tra le quali proiezioni aventi ad oggetto, ad esempio, gli utili o gli obiettivi della società, purché tali proiezioni fossero in possesso di determinati requisiti e non fossero contenute nei bilanci o state diffuse in occasione di offerte pubbliche d'acquisto o di vendita. Tale esonero era giustificato dall'esigenza di non disincentivare la produzione e diffusione di tali informazioni sul mercato. In argomento nella letteratura italiana si vedano, ad esempio, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 144 s., nota 29; M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 75 s. Al riguardo si veda anche *infra*, capitolo 4, § 1.2.1.1., nota 347.

<sup>(182)</sup> J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, cit., 26; ID., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 154 s. e 304. In giurisprudenza, *In re National Century Financial Enterprises, Inc. Investment Litigation*, 580 F. Supp. 2d. 630, 637 (S.D. Ohio 2008).

La novità principale delle disposizioni introdotte dal *Dodd-Frank Act* è costituita, dunque, dalla previsione di una forma di responsabilità delle agenzie di rating nel caso in cui queste non abbiano svolto – *knowingly o recklessly* – un’adeguata attività di indagine e verifica circa i fatti posti a fondamento di un determinato giudizio di rating <sup>(183)</sup>, che, pertanto, si distingue dai casi in cui il dolo dell’agenzia di rating riguarda la diffusione di informazioni al mercato.

È, inoltre, facilitato il ricorso ai rimedi previsti dalla *Rule* 10b-5 della SEC grazie all’alleggerimento dei *pleading standard*, anche se continueranno a porsi, nelle successive fasi del giudizio, problemi relativi alla prova dell’elemento soggettivo, del nesso di causalità e dell’affidamento riposto dall’investitore nel giudizio di rating. Ancora una volta non si assiste, tuttavia, all’introduzione di alcun regime di responsabilità per colpa e, su questo versante, l’applicazione del Primo Emendamento potrebbe continuare a costituire un ostacolo al riconoscimento della responsabilità <sup>(184)</sup>. Al riguardo, rispetto al CRARA, che prevedeva espressamente che la registrazione delle agenzie di rating tra le NRSROs non potesse costituire in alcun modo una rinuncia da parte di queste ultime ad alcun diritto, privilegio o difesa a esse spettante, il *Dodd-Frank Act* sembra assumere una posizione più decisa, tanto che da alcuni è stato sollevato il problema della conformità alla Costituzione di siffatte previsioni <sup>(185)</sup>.

Tra gli ulteriori interventi di riforma in materia di responsabilità delle agenzie di rating introdotti dal *Dodd-Frank Act*, si ricorda, infine, l’eliminazione – precedentemente proposta dalla SEC – della disposizione, originariamente prevista dalla *Rule* 436(g)(1), che esentava le agenzie di rating dalla responsabilità disciplinata dalla *Section* 11 del *Securities Act* del 1933. In particolare, in base a tale previsione, il rating assegnato alle obbligazioni, anche convertibili, agli altri titoli di debito e alle azioni privilegiate dalle NRSROs non poteva essere considerato parte del documento d’offerta relativo agli strumenti finanziari in questione ai fini dell’applicazione della disciplina, posta dalla *Section* 11 del *Securities Act*, della responsabilità per danni arrecati agli investitori in caso di diffusione di informazioni false e fuorvianti nel documento d’offerta <sup>(186)</sup>. Tale ultima disposizione prevede, infatti,

---

<sup>(183)</sup> C. DEATS, *Talk That Isn’t Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies’ Faulty Methodologies From Regulation?*, cit., 1830.

<sup>(184)</sup> È per tale ragione che il giudizio di rating è stato da alcuni ricondotto al «commercial speech», ossia ad una raccomandazione di investimento, alla quale la giurisprudenza statunitense tradizionalmente riconosce una protezione minore da parte del Primo Emendamento. In argomento si vedano A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 767 ss.; C. DEATS, *Talk That Isn’t Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies’ Faulty Methodologies From Regulation?*, cit., 1850 ss.

<sup>(185)</sup> C. DEATS, *Talk That Isn’t Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies’ Faulty Methodologies From Regulation?*, cit., 1830 s.

<sup>(186)</sup> La *Rule* 436(g)(1), 17 C.F.R. § 230.436(g)(1), prevedeva che «the security rating assigned to a class of debt securities, a class of convertible debt securities, or a class of preferred stock by a nationally recognized statistical rating organization... shall not be considered a part of the registration statement prepared or certified by a person within the meaning of sections 7 and 11 of the Act». Si veda, al riguardo, la sentenza resa, quando era ancora in vigore la predetta esenzione dalla responsabilità prevista dalla *Section* 11 del *Securities Act* del 1933 a favore delle agenzie di rating in relazione al caso *New Jersey Carpenters Vacation Fund v. The Royal Bank of Scotland Group, PLC, et al.*, 720 F. Supp. 2d 254; 2010 U.S. Dist. LEXIS 29711; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,651. Non potendo chiedere – in ragione della menzionata *Rule* 436(g)(1) – l’accertamento della responsabilità delle agenzie di rating in qualità di «esperti», parte attrice sostenne che Moody’s e Standard & Poor’s erano comunque da ritenersi responsabili ai sensi della *Section* 11 del *Securities Act* del 1933, alla luce del contributo fornito alla distribuzione dei titoli emessi in occasione di un’operazione di cartolarizzazione con la quale si sarebbe consumata una frode a danno degli investitori. La tesi attorea non è stata, tuttavia, accolta dalla Corte. Cfr. la *Section* 11, *Securities Act* del 1933: «in case any part of the registration statement,

che gli «esperti» che acconsentano all'inclusione di una propria opinione all'interno del documento d'offerta possano essere ritenuti responsabili per ogni affermazione non corretta effettuata in tale sede.

La *Section 11* del *Securities Act* del 1933, originariamente intesa per le società di revisione, configura un'ipotesi di responsabilità particolarmente significativa, in quanto è prevista una inversione dell'onere della prova a favore dell'investitore, e, applicandosi ora anche alle agenzie di rating a seguito delle novità introdotte dal *Dodd-Frank Act*, comporta la sussistenza dell'onere in capo all'agenzia di rating di provare di aver ritenuto in buona fede che il rating incluso nei documenti d'offerta fosse accurato <sup>(187)</sup>.

La portata innovativa della novella legislativa in esame, con riferimento alla responsabilità dell'esperto (*expert liability*) di cui alla *Section 11* del *Securities Act*, risulta tuttavia fortemente ridimensionata all'atto pratico se si considera che le agenzie di rating ben possono non acconsentire all'inclusione del proprio giudizio di rating nei documenti d'offerta e di registrazione dell'emittente. Questo ha portato a una diminuzione così drastica delle operazioni di cartolarizzazione – specie alla luce del fatto che, quantomeno con riferimento all'emissione di *asset-backed securities*, l'inclusione del giudizio di rating in tali documenti era imposta dalla normativa secondaria emanata dalla SEC – da spingere detta autorità a sospendere temporaneamente l'applicazione delle proprie regole in materia <sup>(188)</sup>.

Nonostante le indubbie difficoltà che gli investitori potranno ancora incontrare nel far valere la responsabilità delle agenzie di rating, il *Dodd-Frank Act* fornisce dunque un importante contributo alla sistemazione della materia. La responsabilità sussiste ed è configurabile non soltanto nei casi di diffusione dolosa di un giudizio di rating errato – quando il presidio di tutela del Primo Emendamento perde, nei fatti, la sua forza garantistica – ma anche qualora l'agenzia abbia deliberatamente omesso le cautele necessarie a pervenire ad un giudizio di rating accurato. A ciò si aggiunge la possibilità – al momento solo teorica – di ritenere l'agenzia di rating responsabile per i giudizi di rating inesatti che vengano diffusi in prospetti e documenti d'offerta in occasione della prima

---

when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction sue (1) every person who signed the registration statement; (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted; (3) every person who, with his consent is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions or partner; (4) every accountant, engineer or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him; (5) every underwriter with respect to such security. (...). Nonostante la norma si esprima in termini di «misrepresentations or omissions of a material fact» (*enfasi aggiunta*), la giurisprudenza ritiene che la responsabilità nei confronti dell'investitore possa insorgere anche nel caso in cui l'affermazione in questione sia un'opinione, a patto che possa essere ritenuta non fondata, poiché basata su asserzioni delle quali possa predicarsi la verità o la falsità, e soprattutto a patto che l'esperto cui essa sia riconducibile, al momento della sua inclusione nel documento, non fosse convinto della sua fondatezza (cfr., ad esempio, *Fait v. Regions Fin. Corp.*, 655 F.3d 105, 110-114).

<sup>(187)</sup> J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 44.

<sup>(188)</sup> *Ibidem*. In argomento si veda anche A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 79. Nella dottrina italiana più recente cfr., invece, L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 193.

sollecitazione all'investimento sul mercato primario, che potrebbero aprire nuovi scenari in materia di responsabilità da prospetto degli *experts* negli Stati Uniti.

### 3.1. La giurisprudenza successiva alla crisi dei mutui *subprime*. Nuove esigenze di tutela.

Le novità in materia di responsabilità delle agenzie di rating nell'ordinamento statunitense non hanno riguardato esclusivamente il formante legislativo. Parallelamente ai ricordati interventi di riforma si è infatti assistito a un'evoluzione, lenta e costante, degli orientamenti giurisprudenziali in materia, sotto la spinta propulsiva della recente crisi finanziaria, che dovranno ora confrontarsi con la nuova disciplina introdotta dal *Dodd-Frank Act*.

La crisi finanziaria ha, infatti, portato innanzi alle corti statunitensi nuove esigenze di tutela legate allo sviluppo della finanza strutturata. Nonostante sia forse presto per tentare di delineare i tratti dell'evoluzione giurisprudenziale in materia, può osservarsi che in linea di massima gli investitori, anche istituzionali, che hanno promosso tali giudizi hanno lamentato numerose negligenze, in gran parte analoghe tra di loro, nel processo di elaborazione dei giudizi di rating. Quest'ultimo sarebbe stato condotto, a loro dire, senza alcuna attività investigativa o di *due diligence*, consentendo alle agenzie di rating di giocare un ruolo decisivo rispetto al buon esito delle emissioni di titoli strutturati attraverso l'assegnazione di giudizi inaccurati, inesatti e ingiustificatamente ottimisti <sup>(189)</sup>.

In molti casi la domanda di risarcimento è stata fondata su ritenute violazioni della normativa federale in materia di frodi sul mercato, affermando che le agenzie di rating avrebbero omesso di informare gli investitori del fatto che i rating assegnati alle *residential mortgage backed securities* e alle *collateralized debt obligations* (spesso costruite prendendo quale sottostante proprio le *residential mortgage backed securities*), erano fondati su informazioni false e fuorvianti ed erano stati ottenuti attraverso procedure di valutazione inadeguate a una corretta valutazione del merito di credito. Tutto ciò senza alcun controllo circa l'andamento del merito creditizio nel tempo, data l'inesistenza di procedure atte a identificarne tempestivamente un deterioramento <sup>(190)</sup>.

Per la prima volta, inoltre, le corti statunitensi si sono trovate a dover giudicare della responsabilità delle agenzie di rating non nei confronti di coloro che, facendo affidamento sul loro giudizio, avevano acquistato sul mercato titoli di debito emessi dall'entità valutata, ma nei confronti degli azionisti delle agenzie di rating medesime <sup>(191)</sup>.

---

<sup>(189)</sup> Sul punto si vedano, ad esempio, i casi *New Jersey Carpenters Vacation Fund v. The Royal Bank of Scotland Group, PLC, et al.*, 720 F. Supp. 2d 254; 2010 U.S. Dist. LEXIS 29711; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,651; e *Oddo Asset Management v. Barclays Bank PLC*, 36 Misc. 3d 1205(A); 954 N.Y.S.2d 760; 2010 N.Y. Misc. LEXIS 6762, in cui, secondo la tesi attorea, le agenzie di rating avrebbero rilasciato giudizi di rating errati, contribuendo alla frode posta in essere dagli amministratori delle società veicolo che avevano emesso i titoli strutturati, in violazione del proprio dovere di correttezza nella gestione, e dall'intermediario bancario coinvolto nella realizzazione dell'operazione di cartolarizzazione. Entrambi i casi sono ricordati anche da T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 47 s.

<sup>(190)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 60, spec. nota 261, dove si ricordano alcuni *complaint* presentati negli anni successivi alla crisi, basati su violazioni della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e della *Rule 10b-5* della SEC.

<sup>(191)</sup> Cfr., ad esempio, *Claudia Reese v. Robert J. Babash*, 248 F.R.D. 58; 2008 U.S. Dist. LEXIS 9479; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,578. Alcuni azionisti della McGraw-Hill Companies, Inc., società capogruppo dell'agenzia di rating Standard & Poor's, avevano citato in giudizio il direttore finanziario (*chief financial officer*)

Nel caso *In re Moody's Corporation Securities Litigation*, infatti, alcuni azionisti di Moody's hanno sostenuto che l'agenzia di rating non aveva reso noti i rischi connessi all'assegnazione di rating eccessivamente alti ai titoli strutturati basati su mutui ipotecari, con particolare riferimento alla possibilità che la diminuzione dei prezzi degli immobili nel mercato statunitense rendesse la restituzione delle somme prese a mutuo non più conveniente per i mutuatari. La diffusione al mercato di informazioni inesatte, incomplete e fuorvianti, avrebbe contribuito ad innalzare artificiosamente i prezzi delle azioni Moody's generando, pertanto, un danno per coloro che avevano acquistato azioni della società tra l'ottobre 2006 e il luglio 2007. Gli azionisti dell'agenzia di rating hanno lamentato, inoltre, un'inadeguata gestione dei conflitti di interesse, la scarsa trasparenza delle metodologie utilizzate nella valutazione del merito di credito e la mancata *disclosure* del fatto che gran parte dei ricavi di Moody's dipendesse, nei fatti, dall'assistenza in operazioni di finanza strutturata <sup>(192)</sup>.

### 3.2. (Segue) La sentenza *Abu Dhabi*.

In uno scenario in continua evoluzione, in cui si manifestano sempre nuove esigenze di tutela, non stupisce, dunque, che vi sia un rinnovato spazio per aperture verso una maggiore responsabilizzazione delle agenzie di rating, peraltro già presenti nel pensiero delle corti statunitensi da qualche decennio e confermate dall'introduzione del *Dodd-Frank Act* a livello legislativo.

Come dimostra, ad esempio, la sentenza resa nel caso *In re Enron*, la protezione del Primo Emendamento era già percepita da più parti come «non assoluta» <sup>(193)</sup>. A seguito della crisi dei mutui *subprime*, e probabilmente a partire dalla sentenza *In re Fitch*, tra le prime ad affrontare il tema della responsabilità delle agenzie di rating per giudizi sul merito di credito di titoli di finanza strutturata, anche nel pensiero della giurisprudenza statunitense, si è fatta strada, dunque, l'opinione secondo la quale la tradizionale difesa del Primo Emendamento potrebbe essere non più applicabile: «the traditional First Amendment defense brought by CRAs [credit rating agencies] (...) may be weakening» <sup>(194)</sup>.

E un ulteriore punto di svolta si è avuto, da ultimo, nel caso *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.* <sup>(195)</sup>.

---

della capogruppo sostenendo che egli non avesse fornito agli azionisti un'informativa adeguata circa l'assegnazione di giudizi di rating troppo elevati da parte della controllata Standard & Poor's nell'ambito della valutazione di titoli di finanza strutturata. Gli investitori avrebbero, infatti, subito un danno dalla brusca diminuzione del valore delle azioni della McGraw Hill Companies, Inc., avvenuta a seguito della notizia, pubblicata il 16 agosto 2007, dell'avvio di indagini da parte dell'Unione Europea circa le ragioni del ritardo delle agenzie di rating nel segnalare i *default* sui mutui che avevano dato origine alla crisi negli Stati Uniti.

<sup>(192)</sup> *In re Moody's Corporation Securities Litigation*, 599 F. Supp. 2d 493; 2009 U.S. Dist. LEXIS 13894. Il *complaint* presentato dal fondo pensione *Teamsters Local 292 Pension Trust Fund* è disponibile su [http://securities.stanford.edu/1038/MCO\\_01/2007926\\_o01c\\_078375.pdf](http://securities.stanford.edu/1038/MCO_01/2007926_o01c_078375.pdf).

<sup>(193)</sup> In questo senso, T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 46 s.

<sup>(194)</sup> T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 44.

<sup>(195)</sup> *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009). Il caso è commentato, tra gli altri, da K. Ó SÚILLEABHÁIN, *Who Will Watch the Watchmen? Rating-Agency Liability in Securities Litigation*, in *Securities Litigation Journal*, vol. 20, 4, 2010, 7, disponibile anche su <http://law.capital.edu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=19466>, la quale ricorda anche altre decisioni delle corti statunitensi che avevano negato l'applicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di rating; e da C. DEATS, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation?*, cit., 1838 ss., fortemente critico rispetto alla decisione assunta dalla Corte.

Moody's e Standard & Poor's avevano collaborato, assieme alla banca d'affari Morgan Stanley, alla realizzazione nel 2004 di un'emissione di titoli di debito strutturati da parte di Cheyne Finance PLC e delle sue controllate (la «Cheyne SIV»). L'emissione era stata effettuata in tre *tranche* alle quali le agenzie di rating avevano attribuito giudizi molto elevati, sopra la soglia dell'*investment grade* anche nel caso della *tranche* inferiore, attirando così investimenti anche da parte di investitori istituzionali, e consentendo alla Cheyne SIV di pagare ai possessori dei titoli emessi interessi contenuti <sup>(196)</sup>.

Negli accordi intercorsi tra le agenzie di rating, la banca e la società emittente, era previsto che il pagamento del compenso alle prime sarebbe stato effettuato soltanto nel caso in cui i titoli emessi dalla Cheyne SIV fossero stati in grado di raggiungere il rating «desiderato» dalla società emittente; cosa che, peraltro, accadde. Era altresì previsto che le agenzie avrebbero dovuto monitorare l'andamento del mercato e l'eventuale deterioramento della qualità e del merito di credito degli *asset* sottostanti durante il corso dell'emissione <sup>(197)</sup>. Ciò nonostante, alla fine di agosto 2007, Standard & Poor's, procedette ad una drastica revisione del rating assegnato ai titoli, in risposta a una consistente riduzione del valore degli strumenti finanziari e degli altri *asset* sottostanti, parte dei quali erano stati ceduti dalla Cheyne SIV per pagare i propri creditori. A brevissima distanza dal primo *downgrade* la società presentò istanza di fallimento e soltanto alcuni dei titolari degli strumenti finanziari appartenenti alla *senior tranche* riuscirono a recuperare parte del loro investimento <sup>(198)</sup>.

A seguito della proposizione in giudizio della domanda di risarcimento del danno da parte di alcuni investitori istituzionali, la Corte ha negato l'applicabilità del Primo Emendamento alla fattispecie in esame sulla scorta di alcune distinzioni già tracciate dalla giurisprudenza nei casi *Dun & Bradstreet, Inc. v Greenmoss Builders, Inc.*, e *In re Nat'l Century Fin. Enters, Inc., In.v Lintig.* <sup>(199)</sup>. Nel pensiero della Corte, quando il giudizio di rating si rivolge a un gruppo selezionato o ristretto di investitori, non sarebbe applicabile il Primo Emendamento perché il giudizio di rating non potrebbe in tale ipotesi costituire una materia di interesse pubblico. Nel caso in esame, il giudizio di rating, anziché essere messo a disposizione solo di alcuni investitori, obbligati a non diffonderlo ulteriormente, come era accaduto nel caso *Dun & Bradstreet, Inc. v Greenmoss Builders, Inc.*, era stato diffuso presso un gruppo di investitori «selezionato» per la loro particolare qualificazione – difficilmente, infatti, il mercato dei titoli strutturati è accessibile all'investitore *retail* <sup>(200)</sup> –; ciò nonostante analoga era la soluzione da doversi adottare.

---

<sup>(196)</sup> *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155, 163-169 (S.D.N.Y. 2009).

<sup>(197)</sup> *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155, 167 (S.D.N.Y. 2009).

<sup>(198)</sup> *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155, 168 (S.D.N.Y. 2009).

<sup>(199)</sup> *In re National Century Financial Enterprises, Inc. Investment Litigation*, 580 F. Supp. 2d. 630, 640 (S.D. Ohio 2008). La Corte dell'Ohio, prendendo le mosse dalla precedente pronuncia *Dun & Bradstreet, Inc. v Greenmoss Builders, Inc.* (v. *supra*, § 2.2.3. di questo capitolo), ha sostenuto l'inapplicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di rating destinati a un gruppo ristretto di investitori. Nel caso sottoposto all'attenzione della Corte, infatti, i titoli acquistati dagli attori, una *public limited company* britannica e un fondo pensione statunitense, non erano stati collocati sul mercato mediante una sollecitazione pubblica all'investimento, ma erano stati destinati a investitori istituzionali selezionati che potessero investire decine di milioni di dollari nei titoli in questione.

<sup>(200)</sup> *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155, 176 (S.D.N.Y. 2009). La Corte precisa che «where a rating agency has disseminated their ratings to a selected group of investors rather than the public at large, the rating agency is not afforded the same protection. Here, plaintiffs have plainly alleged that Cheyne SIV's ratings were never widely disseminated, but were provided instead in



Malgrado un tale passo in avanti verso il riconoscimento di una responsabilità in capo alle agenzie di rating, anche successivamente all'emanazione del *Dodd-Frank Act*, non sono mancate pronunce che hanno rimarcato se non l'applicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di rating, comunque l'impossibilità di assoggettare al vaglio del giudice la correttezza di tali giudizi in quanto mere «opinioni». Nel caso *In re Merrill Lynch*, infatti, la Corte, chiamata a giudicare circa la correttezza e accuratezza del giudizio di rating fornito a titoli strutturati emessi da una società le cui condizioni finanziarie erano progressivamente deteriorate senza che ciò avesse comportato alcuna revisione del giudizio reso, ha a più riprese sottolineato che, prima ancora di valutare se il Primo Emendamento trovasse applicazione con riferimento alle valutazioni sul merito di credito delle agenzie di rating, la domanda presentata in giudizio andava respinta alla luce del fatto che «credit ratings are statements of opinion»<sup>(201)</sup>.

#### 4. Primi rilievi conclusivi.

Come si è accennato nell'introduzione al presente lavoro, la struttura del mercato di rating è fortemente concentrata. Per quanto esistano agenzie di rating di minori dimensioni rispetto alle più note Moody's, Standard & Poor's e Fitch, alcune operanti a livello nazionale – come le agenzie di rating giapponesi – o a livello regionale – come le agenzie del sud est asiatico –<sup>(202)</sup>, le tre principali agenzie di rating sono nate negli Stati Uniti e hanno dato inizio alla loro attività valutativa esaminando gli emittenti statunitensi e le emissioni di titoli offerti al mercato americano. Non stupisce, quindi, che le prime riflessioni in materia di responsabilità delle agenzie di rating, anche risalenti nel tempo, si debbano alla giurisprudenza e alla dottrina giuridica statunitense, i cui punti di approdo costituiscono, per tale ragione, un utile punto di partenza per un'analisi in materia di responsabilità delle agenzie di rating negli ordinamenti europei e nell'ordinamento italiano.

L'esperienza statunitense sembra a prima vista molto lontana da quella europea e da quella nazionale. Le controversie in materia di responsabilità delle agenzie di rating risultano fortemente condizionate da istituti, quali le *class actions*, che – almeno nei medesimi

---

connection with a private placement to a select group of investors. Thus, the Rating Agencies' First Amendment Argument is rejected».

<sup>(201)</sup> *In re Merrill Lynch Auction Rate Securities Litigation*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 14053, 34; Fed. Sec. L. Rep (CCH) P96,201. L'unica eccezione alla regola della non azionabilità in giudizio delle opinioni sarebbe rappresentata, nel pensiero della Corte, dal caso in cui colui che ha espresso il giudizio contestato fosse a conoscenza della sua falsità o non fosse ad egli riconducibile l'opinione in parola (spec. 38). In senso analogo sembrerebbe anche l'opinione della Corte in *Plumbers' Union Local No. 12 Pension Fund v. Nomura Asset Acceptance Corp., et al.*, 632 F.3d 762, 775-777; 2011 U.S. App. LEXIS 1254; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,201, ove si ritiene che «[d]efendants are not liable under the securities laws when their opinions, or those they reported, were honestly held when formed but simply turn out later to be inaccurate; nor are they liable only because they could have formed "better" opinions» e, proseguendo: «[t]hat a high rating may be mistaken, a rater negligent in the model employed or the rating company interested in securing more business may be true, but it does not make the report of the rating false or misleading. If the purchaser wants absolute protection against errors of opinion, the answer is insurance rather than lawsuits».

<sup>(202)</sup> G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 33 ss., ricordano lo sviluppo di agenzie di rating operanti a livello nazionale, particolarmente attive nel rating delle piccole e medie imprese, spesso nate a seguito di pressioni governative. Un esempio particolarmente significativo di queste agenzie di minori dimensioni è dato dalle società di rating giapponesi, cresciute notevolmente a seguito di un progressivo sviluppo del mercato obbligazionario nipponico (*ivi*, spec. 38 s.). Più in generale, recentemente si è assistito allo sviluppo di agenzie di rating in ambiti geografici più ristretti rispetto a quelli in cui sono attive Moody's, Standard & Poor's e Fitch, spesso concentrati proprio nel sud est asiatico.

termini – sono estranei al nostro ordinamento <sup>(203)</sup>. Inoltre, non pare prospettabile nel nostro ordinamento l'applicazione ai giudizi di rating, in qualità di mere «opinioni», di una protezione analoga a quella concessa dalle corti statunitensi in forza del Primo Emendamento, nonostante il riconoscimento e la tutela della libera manifestazione del pensiero e della libertà di stampa da parte dell'art. 21 Cost. Infatti – e qui viene in aiuto la definizione di rating fornita dall'art. 3, par. 1, lett. a, Regolamento CE n. 1060/2009 – il rating non è tanto un'opinione quanto un parere (professionale) sul merito di credito di un emittente o di un'emissione che, talvolta, assume addirittura valore regolamentare in forza di espresse previsioni normative, e, pertanto, ad esso mal si attagliano le tutele previste dall'art. 21 Cost.

Pur in presenza delle richiamate differenze, l'esperienza statunitense mostra tuttavia uno stadio di riflessione sul tema della responsabilità delle agenzie di rating ben più avanzato di quello italiano ed europeo, dal quale è possibile attingere sia nell'analisi dei profili di responsabilità da prospetto delle agenzie, sia per quanto riguarda i casi di danno da rating arrecato a investitori operanti sul mercato (secondario) che non abbiano fatto affidamento su un prospetto o un documento d'offerta. Più in generale, l'analisi della casistica statunitense si dimostra un fondamentale strumento al fine di individuare i possibili scenari all'interno dei quali le agenzie possono essere chiamate a rispondere.

La prima grande macro-distinzione dalla quale occorre muovere è quella tra responsabilità nei confronti dell'emittente e responsabilità nei confronti degli investitori. Della prima, alla quale si potrebbe dedicare un'intera trattazione, non ci si occuperà in questa sede. Basti solo rilevare che diverso può essere il danno subito dalla società valutata

---

<sup>(203)</sup> La l. 23 luglio 2009, n. 99, ha introdotto un'importante modifica all'art. 140-*bis* del Codice del Consumo (d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206), che disciplina, anche nel nostro ordinamento, «l'azione di classe». Il comma 2, dell'art. 140-*bis*, prevede, in particolare che la *class action* italiana «ha per oggetto l'accertamento della responsabilità e la condanna al risarcimento del danno e alle restituzioni in favore degli utenti consumatori. L'azione tutela: a) i diritti contrattuali di una pluralità di consumatori e utenti che versano nei confronti di una stessa impresa in situazione omogenea, inclusi i diritti relativi a contratti stipulati ai sensi degli articoli 1341 e 1342 del codice civile; b) i diritti omogenei spettanti ai consumatori finali di un determinato prodotto o servizio nei confronti del relativo produttore, anche a prescindere da un diretto rapporto contrattuale; c) i diritti omogenei al ristoro del pregiudizio derivante agli stessi consumatori e utenti da pratiche commerciali scorrette o da comportamenti anticoncorrenziali». Posto che l'azione è riservata agli utenti consumatori, sono per ciò stesso esclusi da una simile tutela gli investitori istituzionali e le persone fisiche che possano considerarsi professionisti nel campo. Tuttavia, il maggiore ostacolo all'utilizzo del rimedio previsto dall'art. 140-*bis* del Codice del Consumo nell'ambito delle azioni risarcitorie promosse contro le agenzie di rating sta nel fatto che non pare che l'investitore possa vantare – salvo il caso del rating privato che, però, non potrebbe essere per definizione oggetto di una *class action* – diritti contrattuali nei confronti dell'agenzia di rating (ipotesi comma 2, *sub a*)), né pare che il rating possa essere considerato un prodotto o servizio nel senso di cui al comma 2, lett. b) o che possa farsi applicazione della successiva ipotesi prevista alla lettera c). Diffusamente sul tema, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 169 ss., il quale, difatti, osserva che «[p]roprio l'esclusione degli atti illeciti extracontrattuali dal raggio di applicazione della *class action* ne rende assai difficoltosa l'esperibilità tanto nei confronti delle agenzie di rating, quanto, più in generale, nei riguardi dei manipolatori dell'informazione finanziaria, a meno che (...) non si intenda ricollegare la responsabilità delle agenzie di rating anche nei confronti dei terzi investitori alla violazione di obbligazioni senza prestazione, così da qualificare l'illecito in chiave di responsabilità *ex art. 1218 c.c.*». Ritiene che gli investitori non possano beneficiare dell'azione di classe prevista dall'art. 140-*bis* del Codice del Consumo per far valere la responsabilità dell'agenzia di rating anche P. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Soc.*, 2011, 1454. In senso contrario si veda, invece, L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 211 ss., che, sulla base del progressivo ravvicinamento delle nozioni di consumatore e investitore e delle rispettive tutele, ritiene che, specialmente in relazione agli investitori che abbiano sottoscritto una precisa e individuabile classe di strumenti finanziari, potrebbe riconoscersi l'esistenza di una pretesa omogenea tutelabile mediante l'azione *ex art. 140-bis* del Codice del Consumo.

a seconda che questa faccia o meno ricorso al mercato per reperire capitali. Infatti, in quest'ultimo caso è ben possibile che un giudizio di rating errato eccessivamente negativo determini un minore successo delle emissioni obbligazionarie, cagionando un danno alla società. Nonostante questa sia forse l'ipotesi di più semplice verifica, l'esperienza americana dimostra che la realtà è, come al solito, più varia, e che vi possono essere dei casi in cui il danno lamentato – e non necessariamente sussistente – deriva da un rating eccessivamente favorevole assegnato dall'agenzia all'emittente, rating che avrebbe ritardato il manifestarsi di una situazione di dissesto, aggravandola, consentendo un indebitamento ulteriore da parte della società <sup>(204)</sup>.

Il tema che qui ci occupa è, però, quello della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori e, in particolar modo, quello della responsabilità per diffusione di giudizi di rating errati al mercato. La casistica statunitense presenta casi in cui l'agenzia risponde nei confronti di un singolo investitore, ovvero di un gruppo ristretto di investitori (solitamente istituzionali), magari in forza di un rapporto contrattuale. Eppure, altrettanto numerosi – e forse più conosciuti – sono i casi in cui l'agenzia di rating è stata chiamata in giudizio da una moltitudine di investitori, riuniti in gruppo, per l'emissione di giudizi di rating su emittenti e titoli quotati. È in relazione a tali casi che si manifestano i momenti di maggiore tensione tra libertà di manifestazione del pensiero, da un lato, e libertà contrattuale, dall'altro, e, da un punto di vista di sistema, tra diritto dei mercati finanziari e responsabilità civile.

Predomina, in questo scenario, il tema della partecipazione degli intermediari reputazionali, come le agenzie di rating, a frodi commesse dagli emittenti e da altri *insider*, come dimostrano i numerosi casi in cui la responsabilità delle agenzie è stata invocata in forza delle previsioni contenute nella *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e nella *Rule 10-5* in materia di *securities fraud*. In questo ambito di indagine, che del resto è quello espressamente regolato dalla disciplina europea in materia di attività di rating, muoverà l'analisi condotta nelle pagine che seguono.

---

<sup>(204)</sup> Cfr. il caso *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154 (C.D. Cal. 1999). Analoghe censure sono state mosse dal commissario straordinario di Parmalat S.p.A. nei confronti di Standard & Poor's. Egli ha, difatti, sostenuto in giudizio l'inadempimento della agenzia di rating per l'attribuzione di rating eccessivamente elevati pur in presenza di indici di dissesto economico e finanziario. Cfr. Trib. Milano, 1 luglio 2011, n. 870, in *Danno e resp.* 2013, 178, con nota di M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*; in *Soc.*, 2011, 1444, con nota di P. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*.

## LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING NEI CONFRONTI DEGLI INVESTITORI: L'EVOLUZIONE LEGISLATIVA IN EUROPA E LA RISARCIBILITÀ DEL DANNO DA RATING

SOMMARIO: Sezione I – L'introduzione di una disciplina in materia di giudizi di rating. – 1. La disciplina europea e nazionale in materia di giudizi di rating. Verso il riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating. – 1.1. I primi passi verso una disciplina europea delle agenzie di rating. – 1.2. Il Regolamento CE n. 1060/2009 e le disposizioni in materia di metodologie di rating ed elaborazione delle valutazioni sul merito di credito. – 1.2.1. (*Segue*) Il Regolamento UE n. 513/2011. – 1.3. Il Regolamento UE n. 462/2013. – 1.4. La disciplina nazionale in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori. – 1.4.1. (*Segue*) L'offerta a investitori non professionali di titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazione dei crediti. – Sezione II – Il superamento del dibattito sulla risarcibilità del danno da rating. – 2. Il dibattito sulla risarcibilità del danno subito dagli investitori in caso di diffusione di rating errati o inesatti. La sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835. – 2.1. La risarcibilità del danno da diffusione di informazioni inesatte sul mercato finanziario. Possibili interpretazioni. – 2.2. Il danno da rating come danno da diffusione di informazioni inesatte *ex art.* 2043 c.c. – 2.3. L'introduzione di ipotesi di risarcimento del danno da diffusione di informazioni inesatte nell'ordinamento italiano. – 2.4. Il superamento del dibattito sulla risarcibilità del danno cagionato dalle agenzie di rating all'investitore: il danno da rating è risarcibile. – 2.4.1 (*Segue*) L'ingiustizia del danno da diffusione di giudizi di rating sul mercato. – 2.5. Efficacia dei *disclaimer* nella delimitazione del perimetro della responsabilità dell'agenzia di rating.

### Sezione I – L'introduzione di una disciplina in materia di giudizi di rating.

#### **1. La disciplina europea e nazionale in materia di giudizi di rating. Verso il riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating.**

Nonostante la disciplina europea delle agenzie di rating abbia anticipato, almeno su alcuni profili, la corrispondente legislazione statunitense, in materia di responsabilità delle agenzie di rating, così come in altri ambiti del diritto dei mercati finanziari, il legislatore statunitense, più reattivo di quello europeo, ha continuato a fungere da apripista, essendo intervenuto espressamente in materia nel 2010, attraverso la ricordata previsione del *Dodd-Frank Act* volta a stabilire nuovi *pleading standard* per le azioni promosse secondo la *Rule 10b-5* nei confronti delle agenzie di rating. Per una regolamentazione europea della responsabilità delle agenzie di rating – nient'affatto scontata, vista la tendenza del legislatore europeo, sia pure con alcune eccezioni, a demandare a quello nazionale la disciplina delle fattispecie di responsabilità civile – si è, infatti, dovuto aspettare altri tre anni.

Il carattere sovranazionale <sup>(205)</sup> delle previsioni in materia di responsabilità introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013, sul quale si tornerà diffusamente in seguito, non consente, per vero, di risolvere agilmente tutti i nodi problematici della materia, ma, come si cercherà di argomentare, permette quantomeno di risolvere a monte la questione

---

<sup>(205)</sup> Stante la dimensione globale dei servizi forniti dalle agenzie di rating, occorre una disciplina quanto più «universale» possibile. In tal senso anche F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 492 s. Sulla necessità di un quadro normativo comune a livello europeo, cfr. M. RISPOLI FARINA, *Profilo evolutivo del ruolo del rating e prospettive di riforma*, cit., 319.

circa la risarcibilità del danno da rating che, negli ultimi anni, ha non di rado occupato la riflessione giuridica italiana.

Tuttavia, prima di addentrarci nel dibattito sulla risarcibilità del danno da rating e di soffermarci sull'apporto decisivo che la nuova disciplina europea ha recato alla sua soluzione, al fine di meglio comprendere le ragioni di un tale intervento normativo, occorre brevemente ricostruire la genesi della vigente disciplina delle agenzie di rating.

### 1.1. I primi passi verso una disciplina europea delle agenzie di rating.

Sull'onda degli scandali finanziari dei primi anni duemila, il Parlamento europeo, mediante risoluzione, ha ritenuto di investire la Commissione europea del compito di predisporre una serie di proposte legislative circa una possibile regolamentazione delle agenzie di rating, che tenessero in considerazione il ruolo da queste svolto all'interno dei mercati finanziari e l'esigenza di una maggiore trasparenza nei confronti del mercato dei contenuti e delle caratteristiche della loro attività<sup>(206)</sup>. A tale sollecitazione la Commissione europea, in un primo momento, ha risposto attraverso la Comunicazione sulle agenzie di rating del credito dell'11 marzo 2006, ritenendo adeguato e sufficiente il quadro normativo allora vigente<sup>(207)</sup>.

Ciò nonostante, lo stato di salute dei mercati finanziari europei – e con esso il quadro normativo di riferimento – è cambiato di lì a poco in ragione, in un primo tempo, delle ripercussioni a livello europeo della già menzionata crisi dei mutui *subprime* originatasi negli Stati Uniti, e, in un secondo momento, dello scoppio in Europa della crisi del debito

---

<sup>(206)</sup> Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating*, 2003/2081 (INI), del 24 gennaio 2004, disponibile su <http://www.europarl.europa.eu>. Per un commento a tale risoluzione si veda, ad esempio, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 110 ss.

<sup>(207)</sup> Come ricordano anche F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., 134 (nota 28), e L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 116 ss., i giudizi di rating erano, infatti, già menzionati nelle direttive *market abuse* (direttiva 2003/6/CE), nella MiFID (direttiva 2004/39/CE) e nella direttiva sui requisiti patrimoniali delle banche che ha recepito l'accordo di Basilea II (direttiva 2006/48/CE). Inoltre era stato pubblicato, nel dicembre 2004, il Codice IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), denominato «Codice di condotta – Principi basilari per le agenzie di rating» (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*), rivisto nel maggio 2008. Il Codice IOSCO è consultabile sul sito <http://www.iosco.org>. Si tratta di un codice ad adozione su base volontaria, elaborato sulla scorta dei «Principi relativi alle attività delle agenzie di rating» già presentati dalla medesima organizzazione nel settembre 2003, che si preoccupa di dettare una prima disciplina su alcuni profili problematici relativi all'attività delle agenzie di rating. Cfr. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito*, (2006/C 59/02), pubblicata in G.U.U.E l'11 marzo 2006 e disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>. Già in precedenza la Commissione europea aveva rilevato come tra gli obiettivi prioritari dell'Unione Europea vi fosse la predisposizione di un'adeguata regolamentazione di soggetti quali le società di revisione, gli analisti finanziari e le agenzie di rating, in ragione di quanto accaduto in occasione del *default* di Enron negli Stati Uniti (cfr. *Relazione della Commissione europea al Consiglio e al Parlamento europeo, Sesta relazione sui progressi compiuti nell'attuazione del Piano d'azione per i servizi finanziari*, COM(2002) 267 definitivo, 3 giugno 2002, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>, p. 4). La Commissione, al fine di prendere posizione sull'interrogativo posto dal Parlamento europeo, anche alla luce di quanto accaduto nel 2004 in occasione della nota vicenda Parmalat, consultò preventivamente il CESR (Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari), oggi sostituito a partire dal 1° gennaio 2011 dall'ESMA, circa l'opportunità di ricorrere a un intervento legislativo in sede europea. Il CESR, al termine della procedura di consultazione, nel marzo 2005, ha fornito il proprio parere alla commissione (CESR/05/139b), ora consultabile sul sito [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu). Per una ricostruzione dei primi passi compiuti, in ambito internazionale ed europeo, al fine di elaborare una regolamentazione dell'attività di rating, si veda anche M. RISPOLI FARINA, *Profilo evolutivo del ruolo del rating e prospettive di riforma*, cit., 309 ss.

sovrano. Questi accadimenti sono stati tra le principali cause dello sforzo normativo che ha impegnato le autorità europee e nazionali negli ultimi anni, all'interno del quale la disciplina delle agenzie di rating ha occupato un posto di primo rilievo, in considerazione del ruolo svolto – e/o attribuito – a queste ultime nell'ambito delle menzionate tensioni economiche e finanziarie <sup>(208)</sup>.

Pertanto, di lì a poco, il 12 novembre 2008, la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle agenzie di rating del credito, con la quale si mirava introdurre una serie di misure in grado di ridare fiducia nei mercati finanziari, incentivando la trasparenza delle attività di rating e prevedendo, tra l'altro, la registrazione obbligatoria delle agenzie di rating operanti sui mercati europei <sup>(209)</sup>.

## 1.2. Il Regolamento CE n. 1060/2009 e le disposizioni in materia di metodologie di rating ed elaborazione delle valutazioni sul merito di credito.

Si è così arrivati, il 16 settembre 2009, all'approvazione del Regolamento CE n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito <sup>(210)</sup>, che, per certi versi, ha tentato di allineare la disciplina europea alla corrispondente disciplina statunitense introdotta dal CRARA nel 2006 <sup>(211)</sup>. Di alcune disposizioni contenute nel regolamento si è già detto <sup>(212)</sup>. In

---

<sup>(208)</sup> Già nel 2007 l'Ecofin – una delle diverse composizioni del Consiglio dell'Unione Europea che riunisce i ministri delle finanze degli Stati membri – aveva proposto di valutare il ruolo svolto dalle agenzie di rating nell'ambito della crisi finanziaria al fine di adottare un intervento normativo che si preoccupasse di disciplinare il conflitto di interessi delle agenzie, la trasparenza delle metodologie di rating e il preoccupante ritardo nella revisione dei giudizi emessi (cfr. ECOFIN, *Roadmaps on "Enhancing the Lamfalussy Framework, incl. Financial Supervision"; "Financial Stability Arrangements"; "Actions in response to the Financial Turmoil"*, 2007, rivisto nel maggio 2008, disponibile su <http://register.consilium.europa.eu>). A sua volta, il Comitato economico e sociale europeo, all'indomani della crisi dei mutui *subprime*, aveva rilasciato un parere nel quale rimproverava alle agenzie di rating di aver attribuito rating inaccurati e ingiustificatamente favorevoli ai titoli strutturati emessi a seguito delle operazioni di cartolarizzazione. Il parere del Comitato economico e sociale europeo, rilasciato in relazione alla proposta di regolamento sulle agenzie di rating allora in fase di esame, è stato pubblicato in G.U.U.E. il 17 novembre 2009 (*Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*, (2009/C 277/25) del 13 maggio 2009, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>). In argomento si è espresso anche il CESR, nel *consultation paper* «*The role of credit rating agencies in structured finance*» del febbraio 2008, consultabile sul sito <http://www.esma.europa.eu>. Tra i pareri richiesti dalla Commissione europea a seguito della diffusione nei mercati europei della crisi dei mutui *subprime*, al fine di valutare la proposta di regolamento presentata, vi è stato anche quello del gruppo degli esperti dei mercati europei dei valori mobiliari (ESME), sul «*Role of Credit Rating Agencies*», disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/report_040608_en.pdf). Cfr. anche il considerando (10) del Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(209)</sup> Al riguardo si rimanda alle considerazioni svolte dalla Commissione europea nel documento di lavoro di accompagnamento della proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di agenzie di rating del credito, pubblicato il 12 novembre 2008 (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies – Impact Assessment*, SEC(2008) 2745, 12 novembre 2008, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/impact\\_assesment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/impact_assesment_en.pdf)). In argomento, diffusamente, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 133 ss.

<sup>(210)</sup> Il d.lgs. 5 ottobre 2010, n. 176, ha dettato alcune ulteriori disposizioni volte a introdurre alcune modifiche al TUF necessarie a dare compiuta attuazione al Regolamento CE n. 1060/2009 all'interno dell'ordinamento nazionale.

<sup>(211)</sup> Così F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., 135.

<sup>(212)</sup> Si veda *supra*, § 2. del primo capitolo.

particolare ci si è già soffermati sulle disposizioni che richiedono alle agenzie di pubblicare le proprie metodologie di rating e i modelli utilizzati; disposizioni di evidente importanza anche sotto il profilo della responsabilità poiché, come si avrà modo di precisare, le metodologie di rating, una volta rese pubbliche, costituiscono un importante strumento al fine di valutare l'osservanza delle regole di diligenza professionale da parte dell'agenzia di rating in sede di giudizio.

L'intervento normativo in esame, pur non entrando nel merito del contenuto delle predette metodologie, ha altresì precisato che l'agenzia deve pervenire alla propria valutazione a seguito di un'attenta analisi di tutti i dati, gli elementi e le informazioni di cui dispone richiesti dalle proprie metodologie di rating, e, per tale motivo, l'agenzia deve adottare tutti gli accorgimenti necessari a fare in modo che i dati e le informazioni utilizzate nell'emissione del rating provengano da fonti affidabili<sup>(213)</sup>. Il fine perseguito dalle regole in materia di metodologie di rating è, infatti, quello di far sì che le agenzie pervengano a un giudizio di rating verosimile, alla luce delle *best practice* di settore cristallizzate nelle singole metodologie di rating.

Si comprende, dunque, perché il Regolamento CE n. 1060/2009 abbia cura di precisare che le metodologie di rating debbano essere «rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi i test retrospettivi» (art. 8, par. 3). Qualora l'esperienza dimostri la non correttezza di una determinata procedura essa dovrà essere oggetto di revisione e la nuova metodologia dovrà essere resa pubblica unitamente a una spiegazione delle ragioni della revisione medesima e delle sue implicazioni<sup>(214)</sup>.

Il Regolamento CE n. 1060/2009 contiene, inoltre, importanti disposizioni anche con riferimento alla struttura organizzativa delle agenzie. Esse sono, difatti, volte a scongiurare il pericolo di conflitto di interessi insito nel modello *issuer-pays*, e quindi ad evitare che l'agenzia di rating emetta valutazioni più favorevoli nei confronti dei propri clienti più importanti. Più in generale, il regolamento richiede l'adozione di alcune misure, anche organizzative, volte a incrementare l'indipendenza dell'agenzia non soltanto dai propri clienti, ma anche dai propri assetti proprietari. Per tale ragione è, ad esempio, richiesta la presenza di almeno due consiglieri non esecutivi indipendenti nel consiglio di amministrazione dell'agenzia, la cui retribuzione deve essere svincolata dai risultati della società e che sono altresì a capo della funzione di *internal audit* della società medesima.

Nonostante le disposizioni del Regolamento CE n. 1060/2009 vadano ben oltre una prima regolamentazione delle metodologie di rating e del problema del potenziale conflitto di interessi delle agenzie, quelli appena individuati sono due nuclei di disciplina fondamentali anche per una riflessione in termini di responsabilità, poiché interagiscono con la determinazione dello standard di diligenza che può ragionevolmente attendersi dall'agenzia di rating e, per tale ragione, su di essi si tornerà ancora in seguito (cfr. *infra*, capitolo 5, §§ 2. ss. e 3.).

### 1.2.1. (*Segue*) Il Regolamento UE n. 513/2011.

---

<sup>(213)</sup> In argomento anche L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 177 ss.

<sup>(214)</sup> Cfr. art. 8, par. 5-*bis*, Regolamento CE n. 1060/2009, inserito dal Regolamento UE n. 462/2013.

Poco dopo l'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, anche a seguito di una valutazione d'impatto presentata dalla Commissione europea con la quale si è avanzata l'esigenza di affidare a un'autorità centralizzata a livello europeo la vigilanza sulle agenzie di rating, è stata presentata una proposta per un nuovo regolamento che modificasse in tal senso la disciplina delle agenzie di rating; vigilanza che il Regolamento CE n. 1060/2009 aveva, invece, affidato alle competenti autorità dei singoli Stati membri, attraverso un complesso meccanismo di coordinamento <sup>(215)</sup>.

Con l'approvazione del Regolamento UE n. 513/2011 dell'11 maggio 2011 l'autorità di vigilanza «centrale» è stata individuata nell'ESMA, la *European Securities and Markets Authority* (AESFEM – Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, nella traduzione italiana), precedentemente istituita dal Regolamento UE n. 1095/2010. Le agenzie di rating, tra coloro che operano sui mercati finanziari europei, sono, pertanto, le prime ad essere state sottoposte direttamente e *esclusivamente* alla vigilanza dell'autorità di vigilanza europea. Una tale soluzione, particolarmente innovativa, è stata giustificata dal carattere transnazionale, e per certi versi «globale», dell'attività delle agenzie di rating, che ha richiesto dapprima una disciplina uniforme a livello europeo e successivamente ha imposto una vigilanza accentrata sul rispetto di tale disciplina <sup>(216)</sup>.

Le agenzie di rating sono, dunque, oggetto di un primo importante esperimento legislativo in sede europea in merito al funzionamento dei meccanismi di vigilanza accentrata sui mercati, esperimento recentemente proseguito con l'approvazione del Regolamento UE n. 462/2013 che, per la prima volta, tenta una minima armonizzazione

---

<sup>(215)</sup> Al riguardo si veda la valutazione di impatto della Commissione europea sulla proposta di regolamento di modifica del Regolamento CE n. 1060/2009 (COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment. Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*, SEC(2010) 678, 2 giugno 2010, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/100602-impact-assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602-impact-assessment_en.pdf)). La vigilanza sulle agenzie di rating era originariamente disciplinata dal Titolo III del Regolamento CE n. 1060/2009. La procedura di registrazione ivi descritta prevedeva, in particolare, che la domanda di registrazione fosse presentata al CESR che, entro cinque giorni lavorativi dalla presentazione della domanda, avrebbe provveduto alla sua trasmissione alle autorità competenti di tutti gli Stati membri ed entro 10 giorni lavorativi dalla medesima data avrebbe provveduto ad esprimere un proprio parere, indirizzato specificamente all'autorità di vigilanza dello Stato membro di origine dell'agenzia richiedente, circa la completezza della documentazione a sostegno della domanda. Entro un successivo termine quest'ultima, insieme agli altri membri del collegio, composto dalle autorità di vigilanza che decidevano di aderirvi, aveva il compito di valutare la completezza della domanda, tenuto conto del parere del CESR, e di fissare eventualmente un termine per la sua integrazione. Seguiva l'esame della documentazione presentata dall'agenzia da parte dell'autorità dello Stato membro di origine e degli altri componenti del collegio. L'autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine provvedeva poi a concedere o negare la registrazione, attraverso una decisione debitamente motivata. In caso di disaccordo tra i membri del collegio si prevedeva l'adozione di una decisione di rifiuto della registrazione, con illustrazione e motivazione delle opinioni dissenzianti. Al riguardo si veda, ad esempio, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 162 ss. La domanda di registrazione delle agenzie di rating all'interno del territorio dell'Unione Europea va, oggi, espressamente indirizzata dall'ESMA, secondo la procedura disciplinata dagli artt. 15 ss. del Regolamento UE n. 513/2011 e a tale autorità è affidata la vigilanza successivamente alla registrazione.

<sup>(216)</sup> L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 195, precisa, infatti, che «[e]ra contraddittorio (...) che le agenzie di rating fossero in grado di operare su tutto il territorio della Comunità europea, ma potessero essere assoggettate esclusivamente al controllo dello Stato membro dove venivano registrate». Sull'attività di vigilanza dell'ESMA nei confronti delle agenzie di rating e sui rapporti di collaborazione tra ESMA e autorità competenti nazionali, si v. N. SUSI, *La vigilanza sulle agenzie di rating e le innovazioni introdotte dalle recenti modifiche al regolamento europeo*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 373 ss.



della disciplina in materia di responsabilità civile, mediante regolamento direttamente applicabile, proprio con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating.

### 1.3. Il Regolamento UE n. 462/2013.

L'intervento di riforma della disciplina delle agenzie di rating a livello europeo non si è, dunque, arrestato con l'attribuzione di competenze di vigilanza accentrata in capo all'ESMA. Il 15 novembre 2011, infatti, la Commissione europea ha presentato una nuova proposta di modifica del Regolamento CE n. 1060/2009, che, a differenza del precedente Regolamento UE n. 513/2011, è andata a toccare alcuni dei nodi problematici fino ad allora non affrontati, primo fra tutti il problema della responsabilità civile <sup>(217)</sup>. Tra gli obiettivi della proposta vi era, infatti, quello di «garantire il diritto di ricorso per gli investitori, poiché allo stato attuale tale diritto non può essere esercitato dagli utenti dei rating che hanno subito perdite in relazione a un rating emesso da un'agenzia che ha violato il regolamento sulle agenzie di rating del credito» <sup>(218)</sup>.

Preso atto che i giudizi sul merito di credito hanno un «impatto significativo» sulle scelte di investimento, e ricordato che le agenzie di rating non soltanto devono rispettare le prescrizioni che ne disciplinano l'attività, ma devono emettere rating «indipendenti» e di «qualità adeguata», al fine di costituire un utile strumento di orientamento delle scelte degli investitori, il considerando (24) della proposta di regolamento del 15 novembre 2011 osservava al riguardo che «in mancanza di un rapporto contrattuale tra l'agenzia di rating del credito e l'investitore, quest'ultimo non è sempre in una posizione tale da poter far valere in giudizio la responsabilità delle agenzie di rating nei suoi confronti». L'intervento normativo prospettato aveva, quindi, l'importante obiettivo di agevolare il ricorso al rimedio del risarcimento del danno proprio in ragione delle difficoltà che, in assenza di un

---

<sup>(217)</sup> La proposta di regolamento presentata il 15 novembre 2011 dalla Commissione europea è stata preceduta da una Risoluzione del Parlamento europeo (cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future*, 8 giugno 2011, (2010/2302 (INI)), disponibile su <http://www.europarl.europa.eu>) che rimarcava la necessità di un intervento normativo teso a ridurre l'eccessivo affidamento riposto nei giudizi di rating da parte degli investitori e proponeva l'adozione di una serie di altre misure, aventi ad oggetto, ad esempio, una maggiore trasparenza dei rating relativi agli strumenti finanziari strutturati, e l'adozione di incentivi alla concorrenza nel settore dei servizi di rating. Nella Relazione alla medesima proposta di regolamento, la Commissione europea ha aggiunto, infatti, tra le ragioni a sostegno di un nuovo intervento normativo in materia di agenzie di rating, la necessità di affrontare «questioni inerenti al rischio di eccessivo affidamento ai rating da parte dei partecipanti ai mercati finanziari, all'elevato grado di concentrazione nel mercato del rating, alla responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, ai conflitti d'interesse derivanti dal modello "issuer-pays" (pagamento da parte dell'emittente) e alla struttura azionaria delle agenzie di rating. Inoltre anche le peculiarità dei rating sovrani, manifestatesi nel corso dell'attuale crisi del debito sovrano, non sono state affrontate in maniera specifica nel quadro del vigente regolamento sulle agenzie di rating del credito». I menzionati documenti sono tutti pubblicati all'interno del Dossier predisposto dal Servizio affari internazionali del Senato della Repubblica il 16 gennaio 2012 e sono disponibili sul sito [http://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg16/attachments/dossier/file\\_integrales/000/006/500/Dossier\\_86DN.pdf](http://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg16/attachments/dossier/file_integrales/000/006/500/Dossier_86DN.pdf) (di seguito, il «Dossier del Servizio affari internazionali del Senato»).

<sup>(218)</sup> Relazione alla proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, disponibile nel Dossier del Servizio affari internazionali del Senato, p. 5. In tale documento, la Commissione europea osserva altresì che «l'opzione relativa alla responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nei confronti degli investitori dovrebbe comportare costi dovuti alla necessità di assicurare la propria responsabilità civile o, in assenza di assicurabilità, di creare una riserva finanziaria per far fronte a eventuali richieste di indennizzo degli investitori» (p. 6).

rapporto contrattuale tra agenzia di rating e investitore, quest'ultimo poteva incontrare nel far valere le proprie pretese <sup>(219)</sup>.

La proposta di regolamento del novembre 2011, oltre a prospettare l'introduzione di altre importanti novità con riferimento alla trasparenza e alle metodologie di rating – si pensi ad esempio alla previsione dell'obbligo di pubblicazione degli *outlook* –, per la prima volta prevedeva, dunque, l'introduzione di una norma in materia di responsabilità civile che si faceva notare, fin da subito, per l'espressa previsione di una «parziale inversione dell'onere della prova» – nella terminologia utilizzata dal considerando (26) della proposta – a favore dell'investitore <sup>(220)</sup>.

Tale impostazione risultava, peraltro, coerente con le indicazioni fornite dalla Commissione stessa nel proprio documento di lavoro di accompagnamento della proposta, contenente la sintesi della valutazione di impatto della proposta medesima. In tale documento, infatti, la Commissione precisava come i rating creditizi, specie laddove adempiano a fini regolamentari, e quindi siano imposti da apposite normative di settore, non possono essere ritenuti quali «semplici opinioni», non potendosi, pertanto, escludere la responsabilità delle agenzie di rating in caso di «gravi negligenze o scorrettezze professionali» <sup>(221)</sup>.

---

<sup>(219)</sup> Il considerando (24) della proposta di regolamento del 15 novembre 2011 si preoccupava altresì di precisare che «occorre che le violazioni che non incidono sul risultato del rating, come il mancato rispetto degli obblighi di trasparenza, non diano luogo a sanzioni per responsabilità civile».

<sup>(220)</sup> Al riguardo, il considerando (26) della proposta di regolamento del 15 novembre 2011 osservava che «è importante fornire agli investitori un diritto di ricorso effettivo contro le agenzie di rating del credito. Visto che gli investitori non hanno conoscenze approfondite delle procedure interne delle agenzie di rating del credito, una parziale inversione dell'onere della prova riguardo all'esistenza di una violazione e dell'impatto di quest'ultima sul risultato del rating sembra appropriata se l'investitore ha presentato elementi sufficienti a sostegno della tesi di violazione. Tuttavia, occorre che l'onere della prova rispetto alla sussistenza del danno e al nesso di causalità tra la violazione e il danno in questione incomba pienamente all'investitore, dal momento che entrambi toccano *in primis* l'investitore». Nella *Nota illustrativa alla Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento CE n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, (COM(2011) 747 definitivo), del 15 novembre 2011, la Commissione europea precisava che «l'articolo 35bis della proposta di regolamento sulle agenzie di rating del credito obbligherà l'agenzia a rispondere dei danni cagionati all'investitore che ha fatto affidamento sull'agenzia nel caso in cui quest'ultima abbia violato, intenzionalmente o per negligenza grave, il regolamento sulle agenzie di rating del credito, a condizione che l'infrazione abbia influenzato il rating del credito. L'investitore potrà promuovere un ricorso per responsabilità civile. Spetterà all'agenzia di rating del credito dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul rating emesso». La proposta di regolamento prevedeva, dunque, l'introduzione di un Titolo III *bis* nel regolamento CE n. 1060/2009, dedicato interamente alla disciplina della responsabilità civile delle agenzie di rating. Il testo originario dell'art. 35-*bis*, disposizione di apertura del Titolo III *bis* rubricata «responsabilità civile», disponeva che «1. Se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni di cui all'allegato III che hanno inciso sul rating del credito sul quale un investitore si è basato nell'acquistare uno strumento valutato, l'investitore può promuovere un ricorso contro l'agenzia per i danni subiti. 2. Un'infrazione è considerata tale da incidere sul rating del credito se il rating che l'agenzia ha emesso è diverso da quello che avrebbe emesso se non avesse commesso l'infrazione. 3. Un'agenzia di rating del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri che il presente regolamento le impone. 4. Se l'investitore accerta fatti dai quali si può dedurre che un'agenzia di rating del credito ha commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, spetta all'agenzia dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul rating emesso. 5. La responsabilità civile di cui al paragrafo 1 non può essere esclusa o limitata a priori grazie ad accordo. Eventuali clausole in tali accordi che escludono o limitano la responsabilità civile a priori sono nulle e prive di effetto».

<sup>(221)</sup> Cfr. il *Documento di lavoro dei servizi della Commissione, contenente una sintesi della valutazione di impatto che accompagna la Proposta di regolamento che modifica il Regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e la Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni*

Per vero, il tema della responsabilità delle agenzie di rating non era stato completamente ignorato dal legislatore europeo prima della proposta di regolamento, anche se era rimasto, per così dire, sempre sullo sfondo. Già il regolamento CE n. 1060/2009, infatti, si era preoccupato di ricordare, sia pure in un considerando, l'ammissibilità di richieste risarcitorie presentate nei confronti delle agenzie di rating sulla base del diritto nazionale dei singoli Stati membri <sup>(222)</sup>. Tuttavia, a seguito di questo primo intervento normativo era diventato chiaro che la tutela offerta dal diritto nazionale interno degli Stati membri era ancora assolutamente insufficiente a garantire il diritto di ricorso degli investitori e si era prospettata la strada di una disciplina europea specificamente sul punto.

Dopo una lunga fase di gestazione, e dopo la modifica, nel gennaio 2013, della proposta originariamente presentata, si è così arrivati, nel maggio 2013, all'approvazione del Regolamento UE n. 462/2013 che ha introdotto un intero titolo all'interno del Regolamento CE n. 1060/2009 – il titolo III *BIS* – interamente dedicato alla disciplina della responsabilità civile delle agenzie di rating. All'interno di tale *corpus* normativo, di particolare rilievo ai nostri fini sono le disposizioni contenute all'art. 35-*bis*.

Al primo paragrafo, comma 1, si è previsto infatti che, «[s]e un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul rating del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione». Ai fini dell'ottenimento del risarcimento del danno è, tuttavia, richiesta la prova della ragionevolezza dell'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating o, in ogni caso, la prova che questi ha adoperato la dovuta diligenza nell'assunzione della decisione di «investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito» (par. 1, comma 2). L'investitore – o l'emittente, a seconda dei casi – dovrà altresì «fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating ha violato il (...) regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso» (par. 2, comma 1).

Nonostante ora la norma riconosca espressamente il diritto dell'investitore di ottenere il risarcimento del c.d. danno da rating, a un primo esame essa non sembra presentare maglie così larghe da consentire di ipotizzare, nei prossimi anni, una vera e propria esplosione del contenzioso in materia. In una prospettiva di effettività della tutela, infatti, permangono diversi ostacoli all'ottenimento da parte dell'investitore del risarcimento del danno. D'altro canto, che il ricorso al rimedio risarcitorio non possa essere reso troppo agevole, anche alla luce delle caratteristiche dell'attività professionale delle agenzie di rating e del mercato in cui esse operano, è abbastanza comprensibile. Non stupisce, dunque, che il legislatore europeo abbia optato per una soluzione intermedia che, per quanto possibile, cerca di contemperare i diversi interessi in gioco.

Rispetto alla proposta di regolamento presentata dalla Commissione è scomparsa l'inversione (parziale) dell'onere della prova in relazione all'elemento soggettivo dell'illecito. Se, infatti, l'originaria formulazione della norma stabiliva che «una agenzia di rating del

---

*legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi*, (SEC(2011) 1355 definitivo), pubblicato il 15 novembre 2011, p. 79 (pubblicato nel Dossier del Servizio affari internazionali del Senato).

<sup>(222)</sup> Cfr. considerando (69), Regolamento CE n. 1060/2009: «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».

credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri» imposti dal Regolamento CE n. 1060/2009 e che «se l'investitore accerta fatti dai quali si può dedurre che l'agenzia di rating del credito ha commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, spetta all'agenzia di dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul rating emesso» (cfr. art. 35-*bis*, par. 3 e 4, proposta di regolamento del 15 novembre 2011), adesso è esclusivamente previsto che «spetta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso» (cfr. art. 35-*bis*, par. 2, c. 1). Ciò nonostante, l'onere probatorio in capo all'investitore-attore sembra alleggerito dalla successiva previsione secondo la quale il giudice nazionale investito della controversia, nel valutare se sussistano elementi informativi precisi e dettagliati circa la violazione delle rilevanti prescrizioni del Regolamento CE n. 1060/2009, deve tenere in considerazione che «l'investitore o l'emittente potrebbe non avere accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating» (cfr. art. 35-*bis*, par. 2, c. 2).

Viene, invece, mantenuta la limitazione ad una responsabilità per solo dolo o colpa grave che, d'altronde, era già stata giustificata, in sede di proposta di regolamento, dal fatto che «l'attività di emissione del rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie e può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato» (cfr. considerando (25) della proposta di regolamento del 15 novembre 2011).

#### **1.4. La disciplina nazionale in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori.**

La regolamentazione europea ha, dunque, introdotto – con una norma senza precedenti – una previsione concernente la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori (e degli emittenti), che si applica in presenza delle violazioni di cui all'allegato III del Regolamento CE n. 1060/2009, come da ultimo modificato. Tale precisazione è, invero, particolarmente importante ai fini del corretto inquadramento della nuova disciplina nell'ambito dei singoli ordinamenti nazionali. È, d'altro canto, lo stesso art. 35-*bis*, par. 5, a preoccuparsi di precisare che «il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale»: come a dire, qualora si sia in presenza di una violazione «tipica» delle norme del Regolamento CE n. 1060/2009, individuata dall'allegato III, l'investitore può azionare il rimedio previsto dalla normativa europea, ma in ogni caso non è precluso l'esercizio dei rimedi che sarebbero altrimenti concessi all'investitore dai singoli ordinamenti nazionali <sup>(223)</sup>.

La diretta applicabilità dei regolamenti europei nell'ordinamento dei Paesi membri determina, innanzitutto, che l'investitore leso possa *direttamente* fare ricorso al rimedio risarcitorio ivi previsto. Da questa premessa occorre muovere al fine di verificare quali

---

<sup>(223)</sup> Tuttavia, come mostra il *Documento di lavoro dei servizi della Commissione, contenente una sintesi della valutazione di impatto che accompagna la Proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e la Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi*, (SEC(2011) 1355 definitivo), pubblicato il 15 novembre 2011, tra le ragioni che giustificano un intervento volto ad ovviare al problema dell'insufficiente diritto di ricorso a rimedi di tipo risarcitorio da parte degli investitori si segnala l'«assenza di regimi di responsabilità civile in alcuni stati membri» e il «rischio di arbitraggio regolamentare» (cfr. p. 64 del Dossier del Servizio affari internazionali del Senato).

possano essere i rimedi a disposizione degli investitori all'interno dell'ordinamento nazionale italiano e, in particolare, se essi si riducano a quanto previsto dall'art. 35-*bis*, ovvero se vi sia spazio per un diverso titolo al risarcimento del danno.

In linea teorica, vi possono essere dei casi in cui il medesimo inadempimento dell'agenzia consenta il ricorso sia a rimedi previsti dal diritto interno, sia al rimedio risarcitorio considerato dall'art. 35-*bis*, poiché risulta integrata una delle violazioni previste dall'allegato III parimenti sanzionata dall'ordinamento giuridico del singolo Stato membro. È possibile, ad esempio, che anche la legislazione nazionale preveda la risarcibilità del danno da rating, ovvero che a tale risultato possa comunque pervenirsi in applicazione delle regole generali in materia di responsabilità civile e dei principi dell'ordinamento in questione. Sempre in linea teorica, vi potranno essere viceversa altri casi in cui sarà applicabile un solo rimedio, poiché, ad esempio, pur non ricadendosi in una violazione tipica, il rimedio sarà comunque azionabile sulla base del diritto nazionale, ovvero poiché, nulla disponendo la legislazione nazionale al riguardo e non essendovi altro titolo al risarcimento del danno, si applicherà il solo rimedio previsto dall'art. 35-*bis*. Questo è lo scenario all'interno del quale muovere per determinare quali siano i possibili strumenti di tutela a disposizione dell'investitore che si ritenga lesa da un giudizio dell'agenzia.

In tale contesto, il richiamato par. 5 dell'art. 35-*bis*, a ben vedere, lungi dal risolvere gli eventuali problemi di coordinamento tra normativa europea direttamente applicabile e normativa nazionale preesistente, si limita a rimandare a quest'ultima quanto alla loro risoluzione; nella consapevolezza che, non essendovi, nella quasi totalità degli Stati membri – ad esclusione della Francia <sup>(224)</sup> –, una disciplina espressa sulla responsabilità delle agenzie di rating, nella stragrande maggioranza di casi si applicherà esclusivamente la disciplina europea e il ricorso ai principi generali non servirà più a legittimare la risarcibilità del danno da rating, ma, eventualmente, a integrare e specificare le linee guida tracciate dalla normativa europea.

Nell'ordinamento italiano, fino all'introduzione dell'art. 35-*bis*, non vi era, infatti, alcuna disposizione espressa in materia di risarcibilità del danno da rating. Come si è accennato nell'introduzione al presente lavoro, la dottrina giuridica italiana si è a lungo impegnata nel cercare di trovare e identificare il fondamento della responsabilità civile delle agenzie di rating, ricorrendo a figure note alla teoria della responsabilità e sperimentate, in generale, con riferimento alla diffusione di informazioni inesatte (sui mercati finanziari). Come si avrà modo di ricordare più avanti, nonostante la mancanza di una previsione normativa in materia di responsabilità delle agenzie di rating nella legislazione vigente, la dottrina e la maggioranza della poca giurisprudenza pronunciatisi in argomento hanno riconosciuto, tuttavia, che le agenzie di rating potessero essere chiamate, a diverso titolo, a rispondere nei confronti degli investitori e degli emittenti danneggiati dai propri giudizi. A un tale esito interpretativo si è giunti in applicazione, rispettivamente, degli artt. 2043 c.c. e dell'art. 1218 c.c., ritenendo, nell'un caso, che l'ingiustizia del danno potesse essere ravvisata nella lesione positiva della libertà contrattuale dell'investitore e, nell'altro, che il negligente svolgimento dell'attività di rating potesse costituire inadempimento del contratto sussistente tra agenzia e emittente.

Vi è, dunque, da chiedersi quale spazio residuo sia rimasto, a seguito dell'introduzione dell'art. 35-*bis*, per l'invocabilità dei rimedi risarcitori fondati, rispettivamente, sull'art. 2043 c.c. ovvero sull'art. 1218 c.c., tenendo a mente che, in ogni

---

<sup>(224)</sup> In argomento cfr. B. FRANÇOIS, *Les agences de notation en France*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 41 ss.; e A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 80.

caso, il rimedio risarcitorio non potrà comunque porre il soggetto danneggiato in una posizione migliore rispetto a quella in cui egli si sarebbe trovato in assenza del danno.

Da una lettura attenta dell'art. 35-*bis*, sembra, tuttavia, che la normativa europea e le regole nazionali in materia di responsabilità civile siano destinate a integrarsi e non ad escludersi a vicenda; come a dire che il diritto nazionale deve, in qualche modo, coprire gli spazi vuoti lasciati dalle regole europee direttamente applicabili. Per tale motivo, le regole poste dall'art. 35-*bis*, pur dovendo essere ricondotte alle figure tradizionali della responsabilità civile, al fine di colmare le eventuali lacune di disciplina, costituiranno il principale fondamento delle richieste risarcitorie presentate sia dagli investitori che dagli emittenti nei confronti delle agenzie di rating. In altre parole, stante il riconoscimento della risarcibilità del danno da rating da parte dell'art. 35-*bis*, spetterà all'interprete stabilire se le fattispecie incluse nell'ambito di applicazione della norma vadano lette in chiave contrattuale o extracontrattuale.

Per quanto riguarda il danno lamentato dagli investitori, una volta che questo sia stato integralmente risarcito in applicazione dell'art. 35-*bis*, non parrebbe possibile il ricorso ad analogo rimedio risarcitorio ammesso dal diritto interno. Il medesimo danno può essere, infatti, risarcito un'unica volta e, pertanto, si deve escludere che, una volta ottenuto ristoro del danno patito ai sensi dell'art. 35-*bis*, siano a disposizione dell'investitore ulteriori rimedi di tipo risarcitorio. Il ricorso alle regole interne in materia di responsabilità civile potrà, come già detto, al più svolgere un ruolo integratore di eventuali spazi di disciplina rimasti vuoti. La disciplina interna potrebbe semmai riacquistare un ruolo di primo rilievo nel caso in cui non risulti azionabile il rimedio previsto dall'art. 35-*bis*, poiché, ad esempio, non è riscontrabile una violazione dell'allegato III. Una tale ipotesi dovrebbe essere comunque vagliata alla luce delle peculiarità del caso concreto e, tuttavia, considerato il numero e l'ampiezza delle fattispecie di violazione della normativa europea previste dall'allegato III, non potrebbe che riferirsi a casi estremamente marginali.

Si potrebbe dare il caso in cui il rimedio previsto dal diritto interno a favore dell'investitore non sia (solo) quello risarcitorio, in ragione, ad esempio, della sussistenza di un rapporto contrattuale tra l'investitore medesimo e l'agenzia di rating. Si può infatti immaginare la proposizione in giudizio della domanda di risoluzione del contratto eventualmente concluso tra l'investitore e l'agenzia di rating e di restituzione del prezzo pagato dall'investitore per il servizio di rating, salvo l'eventuale risarcimento del danno, nonostante trattasi, come si è accennato, di ipotesi molto poco frequenti, posto che generalmente l'investitore e l'agenzia di rating non sono legati tra di loro da alcun rapporto contrattuale. Tuttavia, a ben vedere, non si sarebbe in presenza di uno dei casi in cui al risarcimento posto dalla normativa nazionale si accompagna un'autonoma istanza risarcitoria ai sensi dell'art. 35-*bis*, par. 5, poiché la cumulabilità del rimedio pare esclusa in radice dall'inapplicabilità della regolamentazione europea citata ai c.d. rating «privati», ossia ai giudizi «prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione a pubblico o alla distribuzione previo abbonamento» (cfr. art. 2, lett. a, Regolamento CE n. 1060/2009). Il rimedio risarcitorio sarà, dunque, semmai concesso in via contrattuale ai sensi dell'art. 1453 c.c.

Appare, quindi, fortemente ridimensionata l'importanza sistematica del par. 5 dell'art. 35-*bis* poiché, quantomeno con riferimento al nostro ordinamento, la norma richiamata non fa altro che ammettere l'eventuale ricorso agli eventuali ulteriori rimedi risarcitori previsti dal diritto nazionale anche al di fuori delle ipotesi previste dall'allegato III. Ciò, tuttavia, sembra difficilmente prospettabile alla luce delle regole interne in materia

di responsabilità civile ed è, del resto, conforme al carattere da un lato sovranazionale e dall'altro di diretta applicabilità dello strumento legislativo utilizzato, che determina il primato della normativa europea su quella interna.

Ciò posto, occorre fin d'ora notare che sia la responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating, sia la questione concernente il concorso causale dell'agenzia di rating alla realizzazione di fattispecie di illecito plurisoggettive, si pongono a monte rispetto all'esame del regime di responsabilità – governato dall'art. 35-*bis* e integrato o retto dai principi giuridici nazionali – applicabile, e ciò contribuisce a ridare unità a un quadro per certi versi frammentario.

Come anticipato, una parte dell'analisi svolta nel presente lavoro si concentrerà sulla responsabilità «da prospetto» dell'agenzia di rating. In particolare, si verificherà in quali termini e entro quali limiti è possibile affermare la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori per l'inclusione dei giudizi di rating nel prospetto. La questione dell'applicabilità della nuova disciplina europea della responsabilità delle agenzie di rating sarà considerata, in particolare, in rapporto al disposto dell'art. 94, comma 8, TUF, fermo restando che, in linea teorica, nulla esclude l'applicabilità dell'art 35-*bis* ai rating inclusi in un prospetto o in un documento d'offerta, qualora ne siano integrati i presupposti.

Per quanto riguarda, invece, l'eventuale sussistenza di un regime di responsabilità solidale o parziaria tra agenzia di rating e eventuali altri corresponsabili, il discorso è destinato ad essere per certi versi forse più agevole, in assenza di una disciplina speciale interna di riferimento e poiché l'art. 35-*bis* nulla prevede al riguardo. Le considerazioni che si svolgeranno nel corso dei §§ 3., 4. e 5. del quarto capitolo e della sezione III del quinto capitolo sembrano, dunque, destinate ad applicarsi senza distinzioni di sorta.

Infine, l'analisi condotta nelle sezioni I e II del quinto capitolo circa i profili attinenti all'elemento soggettivo e al nesso di causalità sarà per quanto possibile unitaria, cercando di evidenziare, ove opportuno, le differenze insite nell'applicazione della disciplina prevista dall'art. 35-*bis* rispetto ai principi generali dell'ordinamento italiano.

#### **1.4.1. (*Segue*) L'offerta a investitori non professionali di titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazione dei crediti.**

La normativa europea esaminata finora, direttamente applicabile negli Stati membri, ha introdotto nell'ordinamento italiano numerose disposizioni in materia di agenzie di rating e, da ultimo, di responsabilità per danno da rating.

Come si è anticipato, l'attività delle agenzie di rating è stata per lungo tempo sostanzialmente ignorata dal legislatore che, fino all'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, non era ancora intervenuto sul punto. L'unica disposizione, nel nostro ordinamento, che prendeva espressamente in considerazione i giudizi sul merito di credito era, infatti, l'art. 2 della legge 30 aprile 1999, n. 130, sulla cartolarizzazione dei crediti.

Nell'ambito delle operazioni di *securitization*, alla base della crisi dei mutui *subprime* originatasi negli Stati Uniti e poi diffusasi anche in Europa (v. §§ 1.3., 3.1. e 3.2., capitolo 2), il contributo fornito dalle agenzie di rating in termini di ideazione, strutturazione e tenuta dell'operazione è spesso fondamentale, al punto che la cartolarizzazione dei crediti non ha, di fatto, luogo senza che l'agenzia di rating si impegni a fornire i propri servizi. Ciò è in buona parte dovuto al fatto che, mentre con riferimento ai titoli *non-secured* (ossia non strutturati), il rischio di credito dell'emissione è solitamente dipendente dal rischio di

credito dell'emittente, analogamente non può dirsi in relazione al rischio di credito dei prodotti finanziari strutturati che, infatti, è scollegato dal merito di credito del veicolo emittente. Questa differenza fa sì che nel caso dei titoli non strutturati il rischio di credito dell'emissione sia più facilmente identificabile. Anche qualora non sia disponibile il rating dell'emittente, esso è in qualche modo legato alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente stesso che, invece, attraverso le relazioni finanziarie periodiche e altri meccanismi di informazione societaria è comunque oggetto di *disclosure*. Diversamente, nelle operazioni di cartolarizzazione, poiché il rischio di credito dei titoli strutturati è sostanzialmente indipendente da quello dell'*originator* – ossia della società veicolo emittente –, in assenza di una valutazione da parte delle agenzie, esso risulta difficilmente apprezzabile anche per un operatore specializzato <sup>(225)</sup>. In questo senso, la funzione che le agenzie hanno finora svolto in relazione al mercato dei titoli strutturati è stata quella di consentire il vero e proprio accesso di tali prodotti finanziari al mercato: senza rating tali prodotti non sarebbero *marketable* (sul punto v. anche *infra*, § 1.2., del quarto capitolo).

Nel disciplinare la cartolarizzazione dei crediti il legislatore italiano ha, dunque, per un verso, preso atto del peculiare ruolo che le agenzie di rating svolgono nella creazione ed emissione di strumenti finanziari strutturati e, per altro verso, operato una sorta di «istituzionalizzazione» di tale ruolo. L'art. 2, comma 4, l. n. 130/1999, ha infatti previsto che «[n]el caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti a investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi». Il successivo comma 5 precisa poi che spetta alla Consob di stabilire, con proprio regolamento, «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 e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria». A tale ultima disposizione la Consob ha dato attuazione mediante la delibera del 2 novembre 1999, n. 12175, prevedendo appositi requisiti in tema di esperienza, competenza e adeguatezza del numero del personale incaricato della formulazione dei giudizi, adozione e aggiornamento delle metodologie di rating e indipendenza delle agenzie <sup>(226)</sup>.

La legge n. 130/1999 ha, dunque, con le disposizioni appena richiamate, riconosciuto il ruolo di *gateopener* delle agenzie di rating, ruolo che, da un punto di vista strettamente societario, assume ancora maggiore rilievo se si considera che la cessione di crediti dal titolare iniziale alla società veicolo cessionaria non è assistita da alcuna verifica circa il valore di detto apporto, come invece accade per i conferimenti in senso tecnico di

---

<sup>(225)</sup> Cfr. in argomento D. DI BAIA, *Il rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C. Pisanti, Milano, 2005, 215 s. Si veda anche D. GALLETI, *Commento all'art. 2*, in *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, commentario a cura di A. Maffei Alberti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, II, 1034 ss., il quale osserva che «i dati di base sui quali fondare il giudizio circa la convenienza dell'acquisto sono costituiti non tanto dalla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente, che costituisce tradizionalmente una delle "aree" d'indagine essenziali nella valutazione dei titoli (art. 94, comma 2°, t.u. fin.), ma dalla stima circa la redditività di un agglomerato di *assets* artificialmente "compattati" nel patrimonio di un soggetto che pretende di non assumere alcun rischio ulteriore», e, proseguendo, chiarisce che «[n]ella *securitization* (...) una diffusa ricostruzione vuole i dati relativi all'emittente scarsamente significativi: tale soggetto dovrebbe essere nulla più che un "veicolo", sfornito di autonomia imprenditoriale e finanziaria, ragion per cui dovrebbe potenziarsi l'apparato informativo che concerne i titoli e l'operazione in sé».

<sup>(226)</sup> Per un commento alla delibera Consob del 2 novembre 1999, n. 12175, G.U. 17 novembre 1999, n. 270, si veda T. DE VITIS, *Le società di rating*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/1999*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C. Pisanti, Milano, 2005, 230 s.



beni in natura e crediti ai sensi dell'art. 2343, c.c. <sup>(227)</sup>. Il risultato è, quindi, un rafforzamento della funzione delle agenzie di rating nella finanza strutturata, sia in termini di riduzione delle asimmetrie informative, altrimenti incolmabili, sia in termini di controllo della fattibilità stessa dell'operazione.

È, pertanto, evidente, che, poiché il mercato dei titoli strutturati costituisce un'ampia parte dell'ambito di operatività delle agenzie di rating, le disposizioni dettate dall'art. 2, commi 4 e 5, l. n. 130/1999, acquistano un indubbio rilievo dal punto di vista sistematico. Eppure, finora, gli studi che si sono occupati delle agenzie di rating e del problema della loro responsabilità nei confronti degli investitori <sup>(228)</sup> si sono limitati a menzionare dette previsioni esclusivamente nell'ambito di una ricognizione del quadro normativo applicabile alle agenzie di rating o, al più, quale esempio di attribuzione di valore regolamentare al rating. L'istituzionalizzazione da parte del legislatore italiano di un controllo all'ingresso del mercato dei titoli strutturati, quantomeno laddove questi siano destinati a investitori non professionali <sup>(229)</sup>, riveste, invece, una fondamentale importanza dal punto di vista teorico, poiché consente di individuare, in termini più chiari, il ruolo svolto dalle agenzie di rating sul e per il mercato e, specialmente, di precisare, come si vedrà in seguito (v. *infra*, § 1.2.2. del quarto capitolo), in quali termini le agenzie di rating possano essere considerate dei veri e propri *gatekeeper*, con tutte le conseguenze che questo comporta in punto di responsabilità.

## **Sezione II – Il superamento del dibattito sulla risarcibilità del danno da rating.**

### **2. Il dibattito sulla risarcibilità del danno subito dagli investitori in caso di diffusione di rating errati o inesatti. La sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835.**

Si è detto più volte che una delle questioni che hanno maggiormente occupato la dottrina giuridica italiana che ha studiato le agenzie di rating è rappresentata dall'interrogativo circa l'effettiva ammissibilità di una loro responsabilità nel nostro ordinamento per la colposa diffusione di giudizi di rating errati. Non stupisce che l'interrogativo circa la sussistenza di una tale responsabilità sia stato immediatamente posto all'attenzione dei cultori della materia. La risarcibilità del danno da rating era, infatti, tutt'altro che pacifica

---

<sup>(227)</sup> Così anche T. DE VITIS, *Le società di rating*, cit., 229. In questo senso si può interpretare anche l'affermazione di D. GALLETTI, *Commento all'art. 2*, cit., 1033, secondo la quale il giudizio di rating è «l'unica vera forma di “garanzia” per l'investitore».

<sup>(228)</sup> Si ricordano, ad esempio, A. PERRONE, *Le società di rating*, cit., 1028, che annovera l'art. 2, comma 4, l. 130/1999, tra le disposizioni che conferiscono al rating un valore regolamentare; G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, 77; A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impr.*, 2012, 182 (nota 4); C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, 771, nota 14; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 320; ID., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 2008, 170. Una breve menzione alla norma richiamata vi è anche in L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 723, nota 29.

<sup>(229)</sup> Si segnala, al riguardo, che, secondo D. GALLETTI, *Commento all'art. 2*, cit., 1037, il fatto che l'emissione di un giudizio di rating non sia richiesta obbligatoriamente dalla legge per le operazioni di *securitization* rivolte a investitori professionali non sta a indicare che tali soggetti siano di norma forniti delle competenze per valutare correttamente tali tipi di investimenti, ma, piuttosto, tradirebbe il fatto che «il legislatore sembra aver considerato normale che tali soggetti, proprio per la loro avvedutezza, non aderiscano ad iniziative simili in assenza di un rating». In questa ottica ne uscirebbe rafforzato il ruolo di garanzia della qualità dell'investimento attribuito ai giudizi di rating.

nell'ordinamento che più degli altri aveva assistito allo sviluppo dei servizi di rating – ossia l'ordinamento statunitense – e non vi erano né vi sono tuttora, nel nostro ordinamento, fattispecie di responsabilità che disciplinano in generale la responsabilità di coloro che diffondono informazioni inesatte, a differenza di quanto accade, ad esempio, nell'ordinamento tedesco <sup>(230)</sup>.

Il dibattito è stato recentemente riaperto dalla pronuncia del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835, che ha risolto il problema della risarcibilità del danno da rating attingendo alle soluzioni raggiunte dalla maggioritaria giurisprudenza statunitense <sup>(231)</sup>, ed estendendo, pertanto, anche al nostro ordinamento il principio *iuris* per cui, poiché i rating sono mere opinioni aventi ad oggetto accadimenti futuri non verificabili, non sarebbe ammissibile alcun risarcimento a ristoro del danno subito dall'investitore che, confidando nella bontà del giudizio di rating rivelatosi errato, abbia compiuto (o omesso di effettuare) scelte di investimento o disinvestimento.

Il caso esaminato dal Tribunale concerneva l'acquisto da parte di un investitore italiano di titoli della banca d'affari statunitense Lehman Brothers. Le obbligazioni in questione erano state inserite in una guida pratica predisposta e pubblicata da un consorzio di banche, al quale aderiva anche la banca che aveva collocato i titoli presso l'investitore, nell'«Elenco delle obbligazioni a basso rischio/rendimento». Tra i motivi per cui le obbligazioni Lehman Brothers avevano ricevuto tale classificazione vi era, peraltro, il fatto che le agenzie di rating Moody's e Standard & Poor's avessero assegnato alle medesime rating molto alti, superiori alla soglia dell'*investment grade*. Solo un giorno prima del 15 settembre 2008, data in cui fu annunciato l'avvio della procedura fallimentare di Lehman Brothers, il giudizio di rating precedentemente assegnato venne bruscamente revisionato dalle agenzie di rating e portato a «CCC», giudizio che – senza oramai alcuna sorpresa – segnalava la prossimità al fallimento della banca. L'investitore, ritenendo che l'errato giudizio di rating avesse indotto in errore i risparmiatori, aveva dunque in giudizio per il risarcimento del danno.

Ebbene, in quell'occasione il Tribunale di Roma ha statuito che «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». Pertanto, «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» <sup>(232)</sup>.

---

<sup>(230)</sup> Il legislatore tedesco ha, infatti, codificato, la responsabilità da informazioni inesatte al § 676 BGB, che prevede la responsabilità di coloro che diffondono informazioni inesatte sulla base di un contratto o di un atto illecito. Sul punto cfr., anche per i riferimenti, M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 223 ss. In passato F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 540 s., ha rilevato l'insuccesso della tipizzazione della responsabilità da informazioni inesatte da parte del legislatore tedesco (e del legislatore portoghese, che dal primo ha preso spunto).

<sup>(231)</sup> In tal senso anche F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 486.

<sup>(232)</sup> Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. comm.*, 2013, II, 462, con nota di F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*; in *Danno e resp.*, 2013, 181, con nota di M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*.

Si tratta, per vero, di una sentenza significativa se si considera che essa assume una posizione diametralmente opposta, in punto di risarcibilità del danno da rating, rispetto a quella accolta dalla letteratura giuridica occupatasi del tema, la quale, sulla scorta di diverse argomentazioni, è invece sempre giunta ad affermare la risarcibilità del danno da rating nell'ordinamento italiano, sia pure entro certi limiti. Ancora maggiore è lo stupore se si considera che la prima proposta di regolamento europeo che ha contemplato l'introduzione, poi avvenuta, di una fattispecie di responsabilità specifica per le agenzie di rating, risale al 15 novembre 2011 e quindi ben prima della citata sentenza del Tribunale di Roma. In questo senso, dunque, la sentenza in esame sembra costituire un deciso passo indietro rispetto all'elaborazione dottrinale e legislativa in atto, come confermato dall'introduzione, a distanza di poco più di un anno, del menzionato art. 35-*bis*. Nonostante la sentenza del Tribunale di Roma adotti una posizione insolita e, alla luce delle recenti novità legislative, destinata a rimanere isolata, essa consente, tuttavia, di evidenziare il problema della corretta qualificazione di giudizi di rating e del corretto inquadramento dogmatico dell'attività delle agenzie. L'inammissibilità del risarcimento per il danno da rating è, infatti, fatta discendere dalla sua qualificazione in termini di mera «opinione» non azionabile in giudizio. Una tale qualificazione pare, invero, parziale, poiché, come si è cercato di spiegare, pur costituendo *anche* un parere professionale, il giudizio di rating non è mai riconducibile esclusivamente a una mera opinione, con tutto ciò che ne deriva in termini di affermazione positiva della responsabilità.

## **2.1. La risarcibilità del danno da diffusione di informazioni inesatte sul mercato finanziario. Possibili interpretazioni.**

Uno dei terreni di maggiore tensione nella riflessione civilistica italiana degli ultimi decenni è rappresentato senza dubbio dalla responsabilità civile. Il progressivo riconoscimento, da parte del legislatore e da parte della giurisprudenza, di nuovi beni e interessi meritevoli di tutela ha, da un lato, portato all'attenzione della dottrina il problema di un loro inquadramento all'interno delle categorie tradizionali previste dall'ordinamento e, dall'altro, sollecitato una nuova riflessione sulle medesime categorie tradizionali, volta a saggiarne la tenuta di fronte alla mutevole realtà sociale ed economica <sup>(233)</sup>.

In un tale fermento, grande attenzione è stata fornita proprio al tema della responsabilità civile derivante dalla diffusione di informazioni inesatte al mercato finanziario e, più in generale, ai terzi <sup>(234)</sup>, all'interno della quale sembra dover essere ricondotta, come si vedrà a breve, anche la responsabilità per diffusione di giudizi di rating inesatti. Nuovi mezzi di informazione e nuove figure professionali, deputate a fornire servizi di informazione di varia natura, hanno, difatti, determinato la riscoperta di un problema che, nel nostro ordinamento, ha conosciuto una prima soluzione nell'art. 2395 c.c., norma che prevede la risarcibilità del danno (direttamente) cagionato al socio o al terzo da una condotta dolosa o colposa degli amministratori della società. L'ipotesi che il

---

<sup>(233)</sup> C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 443 s., parla di «area di turbolenza ai confini tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale, nella quale confluiscono una serie di ipotesi di danno connotate da profili che le accostano ora all'una ora all'altra senza riuscire a rendere persuasivo e soddisfacente l'inquadramento che se ne voglia fare nella prima o nella seconda».

<sup>(234)</sup> F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le operazioni bancarie*, a cura di G.B. Portale, I, Milano, 1978, 261, rileva come proprio in materia di responsabilità per diffusione di informazioni false siano evanescenti i confini tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale. In senso analogo F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 539.

legislatore storico aveva in mente nel momento in cui è stata per la prima volta introdotta tale forma di responsabilità era, infatti, quella della diffusione da parte degli amministratori di informazioni inesatte tramite la redazione del bilancio; informazioni che condizionavano, in questo modo, le scelte di investimento e disinvestimento dei soci e dei terzi <sup>(235)</sup>.

Partendo da tale prima forma di responsabilità si è sviluppata la riflessione giuridica sulla responsabilità da informazione (finanziaria) inesatta e vengono oggi in rilievo, innanzitutto, la responsabilità del revisore nei confronti dei terzi (investitori) per l'erroneità del giudizio sul bilancio, ma anche la responsabilità dell'analista finanziario per aver diffuso o comunicato a terzi una raccomandazione di investimento errata o fuorviante, la responsabilità dell'intermediario finanziario che, in occasione della prestazione di servizi di investimento o di servizi di altra natura a favore dei propri clienti, abbia ad essi fornito informazioni errate o inesatte e, entro certi limiti, la responsabilità del giornalista economico per la pubblicazione di notizie false o inveritiere. È a tale elenco che si potrebbe aggiungere la responsabilità delle agenzie di rating per giudizi inesatti comunicati al mercato.

In tutte queste ipotesi si assiste allo svolgimento di un'attività professionale da parte di un soggetto, di norma costituito in forma societaria, caratterizzata da una spiccata rilevanza della componente informativa, la quale costituisce il tramite della lesione arrecata all'investitore. L'investitore, appunto, investe o disinveste (anche) sulla base del giudizio di revisione, della raccomandazione dell'analista finanziario, delle informazioni fornite dall'intermediario finanziario e, seppure in misura minore, della notizia raccontata e interpretata dal giornalista economico. Pur trattandosi di attività professionali profondamente diverse tra loro, ciascuno di tali soggetti ha accesso a un bagaglio di informazioni (pubbliche e non) che vengono poi trasmesse al pubblico indistinto ovvero che vengono rielaborate al fine di fornire al mercato «informazioni di secondo grado», nella forma di giudizi, opinioni e pareri professionali.

Ulteriore tratto comune alle predette attività è, poi, l'essere svolte in esecuzione di un rapporto contrattuale che, tuttavia, di regola non lega direttamente il soggetto professionale con il fruitore ultimo dell'informazione. La società di revisione rilascia il giudizio sulla base di un contratto concluso con la società revisionata; l'analista finanziario solitamente svolge la propria attività professionale all'interno di un'organizzazione imprenditoriale deputata alla prestazione di servizi di investimento; analogamente, il giornalista economico svolge la propria attività professionale sulla base di un contratto d'opera tra il medesimo e la testata giornalistica per la quale lavora; infine, l'intermediario finanziario di regola è legato ai propri clienti da uno o più contratti – sulla cui qualificazione giuridica sovente ancora si discute – che, tuttavia, possono non contemplare – e spesso non prevedono – un servizio informativo dell'intermediario a favore del cliente, quantomeno

---

<sup>(235)</sup> Sul punto cfr., ad esempio, F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 556 ss., che ricorda la precedente giurisprudenza della Corte di Cassazione romana che aveva riconosciuto, nel 1912, il diritto dell'investitore di ottenere il risarcimento per aver acquistato azioni a un prezzo molto elevato, artatamente gonfiato dalla *misrepresentation* degli amministratori. Cass. Roma, 24 maggio 1912, in *Riv. dir. comm.*, 1912, II, 945 ss., con note di M. D'AMELIO E G.P. CHIRONI, *La responsabilità degli amministratori di società anonime e l'azione individuale dei soci*, rappresenta dunque l'antecedente storico della previsione della responsabilità degli amministratori nei confronti dei soci e terzi per il danno che i primi abbiano direttamente cagionato ai secondi, introdotta dal legislatore del 1942 con l'art. 2395 c.c. In tale sede la corte romana aveva, tra l'altro, espressamente riconosciuto la natura extracontrattuale della responsabilità in parola. In argomento anche G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 150 ss.; U. CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. e impr.*, 1988, 84 s.

quale prestazione principale dedotta in obbligazione <sup>(236)</sup>. Eppure è innegabile che, in tutti questi casi, il fruitore ultimo dell'informazione possa essere considerato il mercato e, più precisamente, il singolo investitore, anche se non legato a tali figure professionali da alcun rapporto contrattuale.

Ebbene, con riferimento alla diffusione di tali tipologie di informazioni al mercato e all'attività dei soggetti ai quali esse sono riferibili, la riflessione giuridica si è soffermata in larga misura su due questioni, riconducibili entrambe al più ampio problema della qualificazione della responsabilità. In particolare, ci si è chiesti, laddove non esistesse una disciplina speciale della responsabilità della figura professionale in questione, se, appunto, una qualche forma di responsabilità dovesse comunque ammettersi e, in ogni caso, se la responsabilità – legislativamente prevista o discendente dalle regole generali in materia di responsabilità civile – dovesse essere qualificata come contrattuale o extracontrattuale.

Fin da subito si è, ad esempio, sostenuta la natura extracontrattuale della responsabilità degli amministratori *ex art. 2395, c.c.*, principalmente sulla scorta della previsione, ad opera del secondo comma, di un termine prescrizione di cinque anni decorrente dall'atto che ha pregiudicato il socio o il terzo. La medesima linea argomentativa, fondata sulla durata quinquennale del termine di prescrizione, ha poi costituito un utile supporto al fine di affermare la riconducibilità di altre ipotesi di diffusione di informazioni in esatte al medesimo art. 2043 c.c. <sup>(237)</sup>. Tuttavia, non si è trattato di un argomento risolutivo, come dimostra la proliferazione di inquadramenti differenziati per le medesime fattispecie.

Nonostante l'assenza di un rapporto contrattuale tra il professionista e l'investitore, o comunque il fatto che il rapporto negoziale eventualmente instaurato non abbia principalmente ad oggetto la fornitura di informazioni, si assiste sovente – e specialmente con riferimento alla figura degli intermediari finanziari bancari – all'instaurazione di un rapporto o di un *contatto diretto* tra professionista e terzo/cliente, sulla base del quale viene diffusa l'informazione (inesatta o fuorviante). Del resto, anche con riferimento all'attività delle società di revisione, può accadere che il giudizio sul bilancio, richiesto dalla società revisionata, magari non quotata, sia reso noto a un terzo conosciuto dal revisore. Si pensi ad esempio ai casi in cui il giudizio sul bilancio sia utilizzato al fine di mostrare l'attendibilità della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società in occasione di una prospettata cessione di azioni o quote a un terzo acquirente. Pertanto, nonostante la mancanza di un vincolo contrattuale, è innegabile che – sia pure, talvolta, in forma indiretta – si possa instaurare tra professionista e terzo un qualche rapporto, che, per caratteristiche, ben può sembrare «una via di mezzo» tra rapporto contrattuale, il cui

---

<sup>(236)</sup> La prestazione cui è contrattualmente obbligato l'intermediario è, infatti, inquadrabile nell'ambito dei servizi di investimento (quali, ad esempio, i servizi di consulenza e di gestione di portafoglio), mentre gli obblighi informativi gravanti sul medesimo, e disciplinati da disposizioni contenute in una pluralità di fonti normative, come la direttiva MiFID (dir. 2004/39/CE) e il d.lgs. n. 164/2007 emanato in sua attuazione, hanno principalmente lo scopo, da un lato, di consentire all'intermediario di calibrare l'investimento proposto sulle caratteristiche personali del cliente e, dall'altro, di dischiudere a quest'ultimo le caratteristiche e i rischi del servizio prestato. In argomento si veda G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit. 1 ss. (spec. 23).

<sup>(237)</sup> Sulla natura extracontrattuale della responsabilità *ex art. 2395 c.c.*, cfr., ad esempio, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 153; A. DE NICOLA, *Commento all'art. 2395 c.c.*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2005, 660 s. Dal termine quinquennale di prescrizione fa discendere la natura extracontrattuale dell'azione prevista dall'art. 94, comma 8, TUF, S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. credito*, 2008, I, 789.

inadempimento è disciplinato dall'art. 1218 c.c., e estraneità tra danneggiante e danneggiato, dalla quale viene solitamente fatta discendere la responsabilità aquiliana di cui all'art. 2043 c.c. <sup>(238)</sup>. Da qui l'acceso dibattito circa la natura contrattuale o extracontrattuale della responsabilità in cui incorrono le figure professionali ricordate – revisori, analisti finanziari etc. – qualora forniscano con dolo o colpa informazioni finanziarie inesatte.

In origine tendeva a negarsi ogni responsabilità in capo a colui che avesse comunicato ad altri, senza dolo e al di fuori di un rapporto contrattuale avente ad oggetto lo scambio di informazioni, un'informazione falsa, errata o fuorviante <sup>(239)</sup>. Tuttavia, a seguito dell'affermarsi delle figure professionali anzidette, a molti è sembrato che tale conclusione necessitasse di una riconsiderazione, mediante la ricerca di un qualche inquadramento della responsabilità da diffusione di informazioni inesatte nell'ambito della tradizionale bipartizione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale.

La riflessione dottrinale che ne è originata diverge nettamente quanto a soluzioni e interpretazioni proposte, concordando sostanzialmente su una premessa: la responsabilità da diffusione di informazioni inesatte, per le modalità attraverso le quali avviene la comunicazione dell'informazione a terzi, rappresenta uno terreno di confine incerto tra contratto e torto <sup>(240)</sup>, dovuto alla presenza di «realità giuridiche nuove (...) che mal si prestano a inquadramenti tradizionali, poiché mutano singoli aspetti normativi da vari istituti o vengono generati al di fuori della gabbia dogmatica tradizionale» <sup>(241)</sup>.

Tentando una prima generalizzazione, e pur con alcune differenziazioni in ragione delle caratteristiche del soggetto professionale di volta in volta considerato, le tesi che sono state addotte a fondamento della risarcibilità del danno da informazione inesatta, accanto all'opinione che ha ritenuto sussistente un *danno meramente patrimoniale* non risarcibile <sup>(242)</sup>, sono riconducibili, in buona sostanza, a quattro filoni <sup>(243)</sup>.

---

<sup>(238)</sup> Molto efficacemente C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 446, riassume il concetto facendo menzione del «danno che il professionista, nell'adempire un'obbligazione, cagiona a soggetti che non gli sono creditori ma nella cui sfera giuridica si riflettono gli effetti negativi della sua prestazione inesatta».

<sup>(239)</sup> Tuttora occorre distinguere tra diffusione di informazioni inesatte che genera responsabilità e diffusione di informazioni inesatte che invece non determina l'insorgere della responsabilità. In particolare, secondo F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 554, occorrerebbe distinguere tra «informazione come consiglio amichevole», «informazione come «servizio»» e «informazione come (elemento confluyente in un) «prodotto»». Nella prima ipotesi, ossia quella in cui l'informazione assume le vesti del consiglio amichevole, non potrebbe ritenersi mai integrato il requisito dell'ingiustizia del danno di cui all'art. 2043 c.c., ad eccezione dei casi di dolo di colui che diffonde l'informazione, e, pertanto, dovrebbe essere negato ogni risarcimento. Viceversa, quando l'informazione confluisce in un prodotto, non potrebbe negarsi la responsabilità di chi diffonde l'informazione. I casi problematici – tra i quali sembra rientrare la diffusione di informazioni inesatte da parte dell'agenzia di rating – sono, dunque, riconducibili alla seconda ipotesi, in cui la diffusione di informazioni a terzi si presenta come oggetto di un «servizio».

<sup>(240)</sup> In tal senso, come si evince già dal titolo del contributo, F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 539 ss.

<sup>(241)</sup> Sono le parole del Trib. Verona, 1 marzo 2001, in *Banca borsa tit. credito*, 2002, II, 755, con nota di A. TUCCI, *Illecito del promotore finanziario e responsabilità solidale della società di intermediazione mobiliare*, richiamate anche da C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 540, a conferma della diffusa consapevolezza, nell'ambito della riflessione giuridica moderna, delle difficoltà concettuali che si incontrano nel procedimento atto a ricondurre tali realtà nell'ambito delle categorie della dogmatica tradizionale.

<sup>(242)</sup> Per ovvi motivi, la sussistenza di un danno meramente patrimoniale non risarcibile è stata sostenuta in relazione a fattispecie non ricomprese in alcuna disciplina speciale della responsabilità. Per definizione, infatti, la sussistenza di una disposizione normativa che preveda la risarcibilità di un determinato danno, ne decreta l'ingiustizia, sancendo così la meritevolezza di tutela per l'ordinamento giuridico dell'interesse leso dalla condotta. Più precisamente, l'ampiezza del numero delle fattispecie ricomprese nella

Valorizzando l'avvenuta stipulazione di un contratto tra il professionista e un soggetto, diverso dal terzo beneficiario dell'informazione, si potrebbe fare ricorso alla figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*)<sup>(244)</sup>, ovvero, valorizzando comunque il particolare rapporto tra essi intercorrente, si

---

categoria del danno meramente patrimoniale dipende dall'adesione alla tesi secondo la quale l'art. 2043 c.c. sarebbe una vera e propria clausola generale ovvero dall'adesione alla diversa tesi secondo cui, invece, sarebbero risarcibili in sede extracontrattuale esclusivamente le lesioni arrecate a situazioni giuridiche protette dall'ordinamento e, quindi, danno meramente patrimoniale sarebbe «la perdita patrimoniale che consegue bensì a una condotta altrui o a un fatto imputabile ad altri, dai quali non sia però derivata la lesione di una situazione soggettiva» (cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 32). Tuttavia entrambe le tesi concordano sul fatto che di danno meramente patrimoniale non può parlarsi qualora la risarcibilità della lesione di una situazione soggettiva sia espressamente prevista dall'ordinamento. Sulle due tesi appena menzionate si tonerà nel prosieguo di questo paragrafo.

(243) Analizzando il problema della sussistenza della responsabilità degli analisti finanziari nei confronti dei c.d. terzi prossimi (ossia «banche o *securities houses* o investitori istituzionali (più raramente, persone fisiche con grandi disponibilità finanziarie che curano direttamente i propri investimenti), che l'analista sa o dovrebbe sapere che operano in simbiosi informativa con la propria controparte contrattuale diretta», *ivi*, 222), A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 225, ritiene che il fondamento teorico dell'anzidetta responsabilità potrebbe essere ravvisato, alternativamente, nella teoria del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi, nella teoria dei rapporti contrattuali di fatto, nell'esistenza di un obbligo di diligenza e protezione senza prestazione ovvero, infine, nella violazione del precetto posto dall'art. 2043 c.c. In senso analogo, con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating, F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di sollicitudine o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 233.

(244) Diffusamente sul tema si veda M. MAGGIOLO, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 39 ss. La teorizzazione della figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*) si deve alla riflessione giuridica tedesca sviluppatasi a partire dagli anni '50 circa del secolo scorso (nonostante la sua origine venga generalmente ravvisata nel caso *Gasubrfall* del 1930, o da alcuni, ancora prima). La figura è ormai tradizionale nell'ordinamento tedesco, e seppure non sia andata esente da critiche, è stata a più riprese elaborata, affermata e riconosciuta da giurisprudenza e dottrina. Nata con riferimento alle esigenze di tutela della persona e dei beni di soggetti terzi rispetto a un contratto, per l'eventualità che questi avessero subito un danno in ragione della condotta del debitore, la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi è andata progressivamente ampliandosi fino a ricomprendere anche ipotesi in cui il danno lamentato dal terzo fosse qualificabile come danno meramente patrimoniale. L'idea alla base della riflessione dottrinale richiamata sta, dunque, nel fatto che, nei casi in cui il terzo si trova in una posizione in qualche modo connessa a quella del creditore di una particolare obbligazione contrattuale, egli ha diritto alla medesima protezione di cui gode il creditore. In particolare, «la tutela del terzo dovrebbe dunque seguire gli stessi principi, vale a dire che il debitore sarebbe responsabile anche nei confronti del terzo, per i danni da esso subiti, secondo le regole della responsabilità contrattuale» (*ivi*, 40). Ebbene, nell'ordinamento tedesco, l'estensione della tutela contrattuale anche al terzo ha avuto dapprima, con riferimento ai casi di danno alla persona o al patrimonio, lo scopo di fare in modo che il debitore non potesse giovare nei confronti del terzo dell'ampia prova liberatoria prevista dal § 831 BGB, specie con riferimento alla responsabilità per fatto degli ausiliari (poiché, mentre in caso di responsabilità extracontrattuale il preponente si libera provando l'assenza di colpa, in caso di responsabilità contrattuale il debitore risponde sempre per il fatto imputabile dei suoi rappresentanti legali o delle persone di cui si serve per adempiere alla prestazione). Successivamente, tuttavia, specie con riferimento ai casi in cui l'adempimento dell'obbligazione da parte del debitore è causa di un danno meramente patrimoniale per il terzo, la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi è stata utilizzata al fine di riconoscere una qualche protezione al terzo danneggiato, posto che il danno meramente patrimoniale così verificatosi, stante il sistema di tipicità dell'illecito aquiliano nell'ordinamento tedesco di cui al § 823 BGB, non sarebbe stato altrimenti risarcibile, nemmeno in sede extracontrattuale. Tenendo a mente tali esigenze e tali obiettivi, la dottrina e la giurisprudenza tedesche hanno, dunque, elaborato una figura dai contorni piuttosto ampi, che racchiude al suo interno una notevole varietà di ipotesi, accomunate, tuttavia, dalle seguenti circostanze: (i) il terzo è di regola esposto, in maniera analoga al creditore, al pericolo di un danno derivante dalla cattiva esecuzione della prestazione dedotta in contratto; (ii) il creditore vanta un qualche interesse rispetto al terzo, generalmente qualificabile come interesse di protezione, pur potendosi assistere, specie in relazione al caso di danno meramente patrimoniale patito dal terzo, anche a casi di conflitto di interessi tra creditore della prestazione

potrebbe richiamare la figura dei rapporti contrattuali di fatto (*faktische Vertragsverhältnisse*), nel tentativo di estendere alla responsabilità del professionista nei confronti dei terzi la disciplina in materia di inadempimento dell'obbligazione <sup>(245)</sup>.

---

dedotta in contratto e terzo; e (iii) il debitore è in grado di conoscere le circostanze menzionate e di riconoscere i rischi a cui va incontro per la presenza di terzi sui quali il contratto potrebbe spiegare i propri effetti protettivi. Nonostante queste caratteristiche comuni, la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi mostra comunque al suo interno una notevole varietà, dovuta innanzitutto al fatto che non sarebbe limitata a un solo tipo contrattuale, ma sarebbe applicabile ai tipi contrattuali più diversi, pur essendo innegabile che essa abbia avuto un notevole successo nell'ambito della responsabilità medica. Vario è altresì il fondamento dogmatico che la dottrina tedesca ha ritenuto di poter ravvisare per la figura in esame. A chi ha ritenuto che il fondamento potesse essere ravvisato nella volontà tacita o implicita delle parti di estendere gli effetti contrattuali anche al terzo, valorizzata attraverso i principi in materia di interpretazione del contratto, si sono aggiunti coloro che hanno ritenuto che la figura non fosse altro che il risultato dell'applicazione di un diritto di tipo integrativo, e fosse pertanto una creazione giurisprudenziale volta a completare lacune normative di tutela in ossequio al principio di buona fede sancito dal § 242 BGB, e coloro che hanno ritenuto, invece, che si trattasse di una forma di responsabilità da contatto sociale, facente leva sull'affidamento suscitato dal debitore nella persona del terzo, e via dicendo. La figura in esame è migrata fino a varcare i confini dell'ordinamento italiano dove ha avuto applicazione prevalentemente nell'ambito della responsabilità medica e, più precisamente, nell'ambito della responsabilità della struttura e del dirigente sanitario, nei confronti dei parenti del paziente. Al riguardo si veda, ad esempio, Cass., 11 maggio 2009, n. 10741, in *La Responsabilità Civile*, 2009, 711, con nota di L. VIOLA, *Il nascituro ha il diritto di nascere sano, ma non quello di non nascere*; dove la Suprema Corte afferma l'estendibilità del rimedio contrattuale ex art. 1218 c.c. anche al nascituro, ritenuto soggetto di diritto, sulla base del fatto che «sia il contratto che la paziente pone in essere con la struttura sanitaria e sia il contratto della stessa con il singolo medico risultano produttivi di effetti, oltre che nei confronti delle stesse parti, anche di ulteriori effetti c.d. protettivi, nei confronti del concepito e del genitore, come terzi [...]; ciò in quanto, con specifico riferimento al tema in esame, l'efficacia del contratto, che si determina in base alla regola generale ex art. 1372 c.c. ovviamente tra le parti, si estende a favore di terzi soggetti, più che in base alla pur rilevante disposizione di cui all'art. 1411 c.c., in virtù della lettura costituzionale dell'intera normativa codicistica in tema di efficacia e di interpretazione del contratto, per cui tale strumento negoziale non può essere considerato al di fuori della visione sociale (e non individuale) del nostro ordinamento, caratterizzato dalla centralità della persona». In argomento si vedano anche F. AGNINO, *La responsabilità medica: lo stato dell'arte della giurisprudenza tra enforcement del paziente ed oggettivazione della responsabilità sanitaria*, in *Corr. giur.*, 2011, 631, dove si ricorda che, nella giurisprudenza italiana, la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi, ha consentito di estendere a terzi estranei al rapporto negoziale la protezione di cui all'art. 1218 c.c. in ragione del rapporto di «prossimità qualificata» vantato nei confronti di una delle parti del contratto (come un rapporto di parentela o di lavoro); e D. ZORZIT, *La Cassazione "dimentica" il contratto con effetti protettivi a favore del terzo: vero oblio o consapevole ripudio?*, in *Danno e resp.*, 2012, 1204 s., la quale ricorda che nel nostro ordinamento, il fondamento per la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi è stato ravvisato non tanto nell'applicabilità del principio di buona fede al rapporto tra il debitore e il terzo (poiché, come ricorda C. CASTRONOVO, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, 1979, 231 ss., l'obbligo di buona fede si esplica naturalmente nei confronti di soggetti già individuati e, quindi, all'interno di un rapporto obbligatorio già costituito), ma piuttosto nei doveri di solidarietà sociale di cui all'art. 2 Cost.

<sup>(245)</sup> La teoria dei rapporti contrattuali di fatto è stata elaborata, per la prima volta da Günter Haupt, nello studio *Über faktische Vertragsverhältnisse*, del 1941 (ora disponibile in traduzione italiana, G. HAUPT, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, edizione italiana di G. Varanese, Torino, 2012), e prende le mosse dalla considerazione che nella quotidianità accade sovente di ricevere o eseguire prestazioni senza scegliere la controparte contrattuale o senza determinare il contenuto del contratto e, pertanto, senza che sia ravvisabile un vero e proprio accordo contrattuale. In altre parole, ai fini della sussistenza di un rapporto di natura contrattuale propriamente inteso non sarebbe sempre richiesta la conclusione del contratto ai sensi delle disposizioni del codice civile: sarebbe possibile la sua costituzione *in via di fatto*, senza dover ricorrere alla figura della conclusione tacita di un contratto che, in alcune ipotesi, dato il suo evidente carattere fittizio, risulterebbe insoddisfacente. D'altro canto, in talune ipotesi non potrebbe nemmeno essere ravvisabile una dichiarazione di volontà tacita: si tratta di rapporti che «non si costituiscono perché si conclude un contratto, ma perché accadono dei fatti» (*ivi*, 49). Tra questi vi sarebbero i rapporti contrattuali di fatto «da contatto sociale», da cui far discendere, ad esempio, la responsabilità per il caso – deciso in una sentenza del *Reichsgericht* – della cliente che, mentre è intenta in trattative con un dipendente del grande magazzino, subisce



Tuttavia, se il ricorso alla teoria dei rapporti contrattuali di fatto ha presentato notevoli criticità già nell'ordinamento in cui ha avuto origine, ossia l'ordinamento tedesco<sup>(246)</sup>, parimenti non convincente risulta il ricorso alla tesi del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi che, per genesi, struttura e postulati di base, è fortemente legata a istituti caratteristici del medesimo ordinamento di origine<sup>(247)</sup> e che, nel nostro

---

una lesione per una caduta di un rotolo di linoleum. Considerato altresì che, il ricorso all'illecito civile risulterebbe fuori luogo per la scarsa importanza che si attribuirebbe alla concreta situazione di fatto, data l'assenza di una totale estraneità tra chi visita i locali commerciali di un imprenditore e l'imprenditore stesso, l'unica strada praticabile sarebbe quella di affermare una responsabilità contrattuale. Tuttavia, non si potrebbe, in un'ipotesi come quella ricordata, ricorrere alla figura della conclusione di un contratto «preparatorio» tacito, al fine di sostenere la responsabilità contrattuale del titolare dell'esercizio commerciale. La soluzione prospettabile sarebbe, dunque, quella di riconoscere che è possibile l'instaurazione di «*rapporti contrattuali senza conclusione del contratto*». La particolare relazione sociale che nasce in modo tipico tra gli interessati li colloca su un piano diverso dalla mera coesistenza neutrale di «terzi», ma crea tra di loro la relazione in cui l'uno è verso l'altro «partner», un rapporto al quale, per il risarcimento del danno cagionato ma anche per altri obblighi, le regole del contratto sembrano più adatte di quelle degli atti illeciti» (ivi, 52). In questi termini, la teoria dei rapporti contrattuali di fatto, da intendersi non come tesi generalizzante, ma come casistica tipizzata, potrebbe applicarsi, oltre che ai casi di contatto sociale (*kraft sozialen Kontaktes*), come quello sopra esaminato o come il trasporto di cortesia, anche ai casi in cui si ha l'inserzione in un rapporto comunitario (*kraft Einordnung in ein Gemeinschaftsverhältnis*), come per la società di fatto o il rapporto di lavoro di fatto, e a casi in cui vi sia un obbligo sociale di prestazione (es. trasporto sui mezzi di trasporto pubblico) (*kraft sozialer Leistungsverpflichtung*).

<sup>(246)</sup> Si veda, anche per i riferimenti, G. VARANESE, *Commiato dalla teoria dei rapporti contrattuali di fatto*, in G. HAUPT, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, cit., 10 ss., il quale illustra i motivi per i quali la teoria dei rapporti contrattuali di fatto può ritenersi superata nell'ordinamento tedesco. Egli ricorda, tra l'altro, che la teoria dei rapporti contrattuali di fatto, dopo essere stata applicata da alcune sentenze del *Bundesgerichtshof* nel dopoguerra, non ha ricevuto alcun accoglimento legislativo né è stata diffusamente applicata in giurisprudenza. Tra le critiche che sono state avanzate alla teoria dei rapporti contrattuali di fatto, già dalla successiva dottrina tedesca, vi era l'assoluta nebulosità del concetto di contatto sociale utilizzato da Haupt, che non si sarebbe potuto distinguere dai rapporti di cortesia, e la necessità di dover ricorrere a una simile costruzione per risolvere un mero problema di responsabilità, oltre alla contrarietà con il dato normativo ricavabile dal BGB (ivi, 33). Per una critica dell'applicabilità dello schema sistematico dei rapporti contrattuali di fatto al nostro ordinamento si veda, invece, C. ANGELICI, voce *Rapporti contrattuali di fatto*, in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 1993, 1, il quale ritiene, tra l'altro, che non vi sarebbe spazio per una figura sistematica come quella che si vorrebbe costruire e che «le concrete vicende con cui essa ci si vorrebbe riferire non presentano in realtà aspetti tali da consentire una comune considerazione dogmatica».

<sup>(247)</sup> Come si ricordava *supra*, alla nota 244, nell'ordinamento tedesco, la teoria dei contratti con effetti protettivi nei confronti dei terzi trova la sua ragion d'essere nella necessità di estendere, in caso di danni alla persona o al patrimonio di soggetti terzi rispetto al contratto ma comunque in posizione di prossimità qualificata rispetto ad una delle parti contraenti, da ricondursi prevalentemente all'opera di ausiliari e rappresentati del debitore, le più stringenti previsioni dettate dal BGB in materia contrattuale. Come ricorda, infatti, M. MAGGIOLO, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, cit., 44 ss., la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi serve lo scopo di fare in modo che il debitore non possa giovare nei confronti del terzo dell'ampia prova liberatoria prevista in materia extracontrattuale dal § 831 BGB, che, con particolare riferimento alla responsabilità per il fatto degli ausiliari, consente la liberazione del preponente qualora questi non versi in colpa, permettendo invece l'applicazione delle più stringenti regole di responsabilità contrattuale, secondo le quali il debitore risponde sempre per il fatto imputabile dei suoi rappresentanti legali o delle persone di cui si serve per adempiere alla prestazione. Nel caso, invece, di danni meramente patrimoniali, stante il regime di tipicità dell'illecito extracontrattuale nell'ordinamento tedesco, sancito dal § 823 BGB, la teoria del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi raggiunge il risultato di ritenere risarcibili danni non risarcibili altrimenti (ivi, 46). Ebbene è innegabile che le ragioni che conducono, nell'ordinamento tedesco, a cercare una strada per estendere al terzo la protezione contrattuale, non sussistono, quantomeno con la stessa forza, nell'ordinamento italiano. Come è noto, infatti, gli artt. 1228 e 2049 c.c. prevedono una protezione analoga per il creditore/danneggiato dal fatto, rispettivamente, degli ausiliari del debitore o degli ausiliari dei padroni e committenti. Le due norme infatti si distinguono, come ricorda sempre M. MAGGIOLO, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, cit., 58, non per il rigore della responsabilità, ma esclusivamente per il fatto che l'art. 1228 c.c., in materia contrattuale, adotta una nozione

ordinamento, gode ancora di un'incerta collocazione e di un dubbio riconoscimento in dottrina e giurisprudenza <sup>(248)</sup>.

Gli inquadramenti dogmatici più convincenti elaborati finora in materia di diffusione di informazioni inesatte a terzi rimangono, pertanto, gli altri due: la tesi dell'obbligazione senza prestazione, il cui inadempimento sarebbe fonte di responsabilità contrattuale, e la tesi della responsabilità extracontrattuale (per lesione della libertà negoziale del terzo), ai sensi dell'art. 2043 c.c.

Il primo orientamento muove da una considerazione di partenza, che consiste in una presa di posizione sull'annoso dibattito circa il ruolo svolto dall'art. 2043 c.c. nella sistemazione della responsabilità civile e, più precisamente, circa la sua natura (o meno) di clausola generale. Secondo tale opinione, infatti, l'art. 2043 c.c. costituirebbe non tanto una (norma a) clausola generale, quanto piuttosto una *norma* (di portata) generale, atta a determinare l'insorgenza di un obbligo risarcitorio in caso di lesione di una *situazione soggettiva* tutelata dall'ordinamento <sup>(249)</sup>.

---

più ampia di ausiliario, rispetto a quella adottata in materia extracontrattuale dall'art. 2049 c.c. Inoltre, è altresì noto che il nostro ordinamento giuridico, a differenza di quello tedesco prevede un sistema atipico di illeciti. Il danno cagionato al terzo, pertanto, sarebbe comunque risarcibile in sede extracontrattuale, nella gran parte dei casi, in forza dell'art. 2043 c.c. D. ZORZIT, *La Cassazione "dimentica" il contratto con effetti protettivi a favore del terzo: vero oblio o consapevole ripudio?*, cit., 1206, osserva del resto che «la figura del *Vertrag mit Schulzwirkung für Dritte* fu concepita dalla dottrina e dalla giurisprudenza tedesche al precipuo scopo di ovviare alle "debolezze" che, nel regime del BGB allora vigente, presentava la disciplina del "torto". Tale giustificazione pratica è elemento di indiscutibile valenza perché sta a significare che la categoria in esame è nata proprio per offrire tutela a situazioni che, per definizione, avrebbero dovuto essere regolate entro il paradigma della responsabilità aquiliana».

<sup>(248)</sup> Numerose sono state le critiche espresse contro la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi. Si veda ad esempio M. MAGGIOLO, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, cit., 58 ss., secondo il quale, con l'adozione della teoria del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi, «[r]estano naturalmente intatti i vantaggi connessi alla disciplina della responsabilità contrattuale in materia di prescrizione e in relazione alla distribuzione dell'onere della prova, segnatamente quella della colpa. Ma [...] non pare che una semplice ragione di convenienza possa da sola giustificare l'importazione della figura del *Vertrag mit Schulzwirkung für Dritte* nell'ordinamento italiano. La figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi risulterebbe, infatti, priva di una propria coerenza interna, riferendosi alle più varie ipotesi di danno alla persona, al patrimonio e di danno meramente patrimoniale, tanto che «de ipotesi raccolte all'interno della figura sono troppo eterogenee per poter trovare una giustificazione dogmatica unitaria» (ivi, 64). Si segnala al riguardo la decisione di Cass., 8 maggio 2012, n. 6914, in *Danno e resp.*, 2012, 1201, con nota di D. ZORZIT, *La Cassazione "dimentica" il contratto con effetti protettivi a favore del terzo: vero oblio o consapevole ripudio?*, nella quale la Suprema Corte ritiene che il danno patito da un congiunto del paziente, per l'inadempimento del personale sanitario, sia risarcibile in sede extracontrattuale, negando (implicitamente) l'applicazione al caso esaminato della teoria del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi. Ulteriori criticità rispetto alla teoria richiamata sono espresse, nella nota alla sentenza appena menzionata, da D. ZORZIT, *La Cassazione "dimentica" il contratto con effetti protettivi a favore del terzo: vero oblio o consapevole ripudio?*, cit., 1206 ss. In senso critico rispetto all'estendibilità della figura del contratto con effetti protettivi alla responsabilità degli analisti finanziari, incluse le società di rating, nei confronti dei terzi «prossimi», si veda A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 225 s. L'Autore osserva, infatti, che tale estensione comporterebbe un eccessivo ampliamento della responsabilità contrattuale, poiché questa verrebbe ad applicarsi anche in tutti i casi in cui l'inadempimento dell'analista finanziario abbia una qualche ripercussione su un terzo prossimo al creditore, a prescindere dalla natura del bene leso (e, si potrebbe forse aggiungere, del grado di prossimità).

<sup>(249)</sup> C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 10 s. L'Autore ritiene che «nell'art. 2043 il legislatore del 1942 ha aggiunto al danno l'aggettivo ingiusto, il quale rinvia a una valutazione già fatta dal legislatore, e perciò non rimessa al giudice, mediante una connotazione che quest'ultimo deve ricavare dall'ordinamento nel suo complesso per fissare la linea di confine tra rilevanza e irrilevanza del danno ai fini della risarcibilità» e che «la norma è in grado di seguire l'evoluzione dell'ordinamento, rendendo risarcibile il danno conseguente alla lesione non solo di ogni diritto soggettivo riconosciuto dall'ordinamento, ma pure di

In tale ottica, il danno patito dal terzo a causa degli investimenti sbagliati effettuati sulla scorta di informazioni fornite da un soggetto professionale sarebbe un danno meramente patrimoniale poiché non corrisponderebbe ad alcuna lesione di una situazione giuridica protetta. Tuttavia, tale conclusione, lungi dall'essere risolutiva della questione, consentirebbe unicamente di escludere la risarcibilità extracontrattuale del danno da informazione inesatta. La sede propria nella quale sarebbe risarcibile un siffatto danno meramente patrimoniale sarebbe, appunto, quella contrattuale<sup>(250)</sup>. Tuttavia, per invocare il rimedio «contrattuale» non sarebbe necessaria la sussistenza di un rapporto contrattuale strettamente inteso o, per meglio dire, l'esistenza di un'obbligazione a una determinata prestazione. Secondo l'opinione citata, infatti, analogamente a quanto accade nel campo della responsabilità precontrattuale, nonostante la qualifica «contrattuale» evochi ancora un obbligo di prestazione, esistono degli obblighi «minori rispetto a quello di prestazione» che «sorgono prima e a prescindere da quello di prestazione, in funzione di protezione della sfera giuridica della controparte, fin dal momento in cui si instaura una relazione rilevante sul piano della coscienza sociale alla stessa stregua di quelle instaurate negozialmente (...), e tale da impedire che i soggetti possano oramai considerarsi quegli estranei ai quali rimane dedicata la responsabilità extracontrattuale»<sup>(251)</sup>.

Anche nel caso di informazioni non veritiere, sarebbe dunque la lesione dell'affidamento riposto dal terzo nella professionalità del soggetto che fornisce l'informazione, seppure al di fuori di un rapporto contrattuale propriamente inteso, a giustificare il ricorso al rimedio contrattuale. Si tratta, come è stato chiarito, di una «responsabilità di stato», derivante dallo «status professionale», che «rileva come sintesi delle conoscenze alle quali ci si affida perché esse il professionista non può non mettere a frutto nel fornire l'informazione»<sup>(252)</sup>. Come nel caso della responsabilità precontrattuale, dove è l'affidamento tutelato dall'art. 1337 c.c. a far nascere una responsabilità (di natura contrattuale) per la violazione dell'obbligo legale di condurre le trattative tra le parti secondo buona fede, anche nel caso della diffusione dei informazioni a terzi, l'affidamento riposto nella professionalità del soggetto che fornisce le informazioni è meritevole di tutela, in ragione del contatto tra questi e il terzo, che non rende giustificato il ricorso agli schemi della responsabilità extracontrattuale, la quale presupporrebbe, infatti, l'estraneità tra danneggiato e danneggiante.

In linea generale, risulterebbe riaffermata la tradizionale distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale, consentendo a ciascuna di riacquistare un ambito suo proprio. In quest'ottica, verrebbe restituito alla responsabilità contrattuale il ruolo di responsabilità da inadempimento di obblighi – posto che l'art. 1218 c.c. disciplina, in via generale, l'inadempimento delle obbligazioni, qualunque ne sia la fonte – e si potrebbe affermare la natura contrattuale della responsabilità da inadempimento dell'obbligazione senza prestazione, ossia dell'obbligazione di salvaguardia dell'altrui sfera giuridica che incombe in capo al professionista nei confronti dei terzi con i quali egli venga in contatto in ragione della propria attività professionale, in ottemperanza della diligenza richiesta dall'art. 1176, c. 2, c.c. Del resto, ai sensi dell'art. 1173 c.c., fonte di obbligazioni,

---

ogni situazione soggettiva che, dal momento in cui viene fatta rilevante dall'ordinamento, rende ingiusta la lesione che la riguarda».

<sup>(250)</sup> Questa è l'opinione di C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 32 e 499 s.

<sup>(251)</sup> C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 541, e più in generale, 447 ss., con riferimento alla responsabilità del medico nei confronti del paziente, 482 s. Egli precisa, in particolare che gli «obblighi di protezione o doveri di sicurezza inerenti alla condotta (*Verkehrspflichten*) (...) diventano veri e propri obblighi nel momento in cui si specificano in relazione a un soggetto determinato».

<sup>(252)</sup> C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 495.

oltre al contratto e al fatto illecito, è «ogni altro atto o fatto idoneo a produrle» e, pertanto, l'inadempimento di un'obbligazione, di qualunque tipo e fonte essa sia, non potrebbe produrre altro esito che una responsabilità *ex art.* 1218 c.c. <sup>(253)</sup>.

Una siffatta opinione sembra, dunque, ammettere il ricorso alla responsabilità aquiliana solamente nei casi – assai rari nello svolgimento di un'attività professionale, posto che spesso vi è un qualche «contatto» tra professionista e terzo – in cui danneggiante e danneggiato siano completamente estranei tra di loro, o non vi sia un affidamento rilevante sulla professionalità del danneggiante.

A essa si contrappone un'opinione, che sembra aver conseguito maggiori adesioni, secondo la quale, invece, nel caso di diffusione di informazioni inesatte, non potrebbe parlarsi di danno meramente patrimoniale, essendo ravvisabile l'ingiustizia richiesta dall'art. 2043 c.c. ai fini della risarcibilità del danno in via extracontrattuale <sup>(254)</sup>.

In questo senso, l'art. 2043 c.c. sarebbe una vera e propria clausola generale, in grado di approntare una tutela elastica agli interessi via via riconosciuti come meritevoli di tutela dall'ordinamento. Questa tesi non necessariamente implica una negazione totale dell'opinione secondo la quale il requisito dell'ingiustizia del danno richiede espressamente la lesione di una situazione soggettiva riconosciuta dall'ordinamento, tuttavia essa interpreta tale requisito con maggiore elasticità, riconoscendo al giudice il potere di operare in concreto un bilanciamento tra i contrapposti interessi <sup>(255)</sup>, in quello che, da alcuni, è stato

---

<sup>(253)</sup> Responsabilità contrattuale e responsabilità aquiliana sono, dunque, caratterizzate da una profonda diversità strutturale in base alla quale la prima si configura quale violazione di un obbligo (funzionale alla realizzazione di un diritto) e la seconda quale lesione di un diritto o di una situazione giuridica protetta. Cfr. C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 455 ss. (spec. 467), dove si precisa inoltre che «se, con riguardo al contratto e al fatto illecito, l'art. 1173 continua a riferirsi alle obbligazioni nel senso tradizionale del termine, il cui contenuto è costituito in primo luogo dall'obbligo di prestazione, "ogni altro atto o fatto idoneo a produrle in conformità dell'ordinamento giuridico" è espressione in grado di contenere anche le obbligazioni consistenti in soli obblighi altri, le obbligazioni *senza prestazione*».

<sup>(254)</sup> Tra i sostenitori della natura extracontrattuale della responsabilità da diffusione di informazioni inesatte si ricordano F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 539 ss. (spec. 558 ss.).

<sup>(255)</sup> Sulla natura di clausola generale dell'art. 2043 c.c. si veda S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967, 139, e, in giurisprudenza, Cass. SS.UU., 22 luglio 1999, n. 500, in *Banca borsa tit. credito*, 2000, II, 10, con nota di F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità e autonomia delle Autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla «risarcibilità degli interessi legittimi»*; in *Giur. it.*, 2000, 21, con nota di L. V. MOSCARINI, *Risarcibilità degli interessi legittimi e termini di decadenza*; *ivi*, (s.m.), 1380, con nota di F.G. PIZZETTI, *Risarcibilità degli interessi legittimi e danno ingiusto. Se un giorno d'estate la Corte di Cassazione...*; in *Giust. civ.*, 1999, I, 2261, con nota di M.R. MORELLI, *Le fortune di un obiter: crolla il muro virtuale della risarcibilità degli interessi legittimi*; in *Contratti*, 1999, 869, con nota di L.V. MOSCARINI, *La risarcibilità degli interessi legittimi: un problema tuttora aperto*; in *Corr. giur.*, 1999, 1367, con nota di A. DI MAJO, *Il risarcimento degli interessi "non più solo legittimi"*, e V. MARICONDA, *«Si fa questione d'un diritto civile...»*; in *Danno e resp.*, 1999, 965; in *Resp. civ. e prev.*, 1999, 981. In argomento, F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 558, ritiene che i danni risarcibili debbano comunque «essere selezionati in ragione della meritevolezza di tutela dell'interesse leso». Questo richiede non tanto di negare che l'art. 2043 c.c. sia una clausola generale, quanto piuttosto di affermare che l'ingiustizia del danno non discende necessariamente da una lesione di un diritto soggettivo assoluto, opzione interpretativa poi confermata dalla sentenza, prima citata, delle Sezioni Unite n. 500 del 1999. Sarebbe, peraltro, che alcune delle argomentazioni addotte a sostegno della tesi della sussistenza di un'obbligazione senza prestazione anche nella materia della diffusione di informazioni inesatte – segnatamente, il fatto che il requisito dell'ingiustizia del danno non potrebbe essere interpretato alla stregua di clausola generale atta a ricomprendere, anche mediante una valutazione (discrezionale) del giudice degli interessi in conflitto, nuove fattispecie di danno risarcibile che sarebbero, invece, più propriamente qualificabili come danni meramente patrimoniali – non tengano in debita considerazione le ragioni che in passato hanno portato a forzare le maglie della responsabilità extracontrattuale riconoscendo, talvolta in maniera ingiustificata, diritti generalissimi quali il «diritto all'integrità del patrimonio». Fintanto che la

considerato, un «ravvicinamento tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale»<sup>(256)</sup>.

La prima giurisprudenza pronunciata in relazione a casi in cui il soggetto che ha diffuso le informazioni inesatte era un soggetto particolarmente qualificato, che attraverso il proprio comportamento colposo aveva ingenerato nel terzo un incolpevole affidamento, ha preso posizione nel dibattito richiamato, riconducendo la responsabilità da informazioni inesatte nell'ambito dell'art. 2043 c.c.<sup>(257)</sup>.

Secondo questa tesi, l'affidamento, lungi dall'essere espressione di un particolare «contatto» tra professionista e terzo, che impedirebbe di fare ricorso ai dettami della responsabilità extracontrattuale, è elemento fondamentale nella dinamica di produzione del danno. Sarebbe proprio l'affidamento riposto dal terzo nell'informazione diffusa dal professionista a spingere il primo alla conclusione di un determinato contratto – nel nostro caso, di investimento – che altrimenti non avrebbe concluso ovvero, ma si tratta di ipotesi meno frequenti, a determinare il terzo a non concludere un contratto che altrimenti egli avrebbe invece concluso. L'ingiustizia del danno, nelle ipotesi in cui manchi un'espressa previsione legislativa circa la risarcibilità del pregiudizio in parola, sarebbe dunque ravvisabile nella lesione della libertà contrattuale del terzo, libertà positiva nel primo caso e negativa nel secondo.

## 2.2. Il danno da rating come danno da diffusione di informazioni inesatte ex art. 2043 c.c.

In tale dibattito si inserisce la più recente riflessione della dottrina giuridica italiana in materia di risarcibilità del danno da rating.

---

giurisprudenza della Corte di Cassazione non ha ammesso esplicitamente il ricorso alla tutela extracontrattuale anche per far valere posizioni giuridiche soggettive, meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico, non riconducibili tuttavia allo schema del diritto soggettivo (assoluto), infatti, un'interpretazione estensiva dell'art. 2043 c.c. in termini di clausola generale è servita a giungere a risultati analoghi a quelli conseguibili mediante l'interpretazione, in termini di tipicità evolutiva, del requisito dell'ingiustizia del danno. Attualmente, del resto, sia i sostenitori della tesi dell'obbligazione senza prestazione, che i sostenitori della risarcibilità del danno da informazioni inesatte in sede extracontrattuale, sembrano convenire sulla necessità di giustificare, in generale, in termini di lesione di una situazione giuridica soggettiva, il ricorso alla tutela aquiliana. Questo, del resto, lascia intendere l'Autore da ultimo citato, dove ricorda che l'invenzione di un diritto all'integrità del patrimonio è dovuta, principalmente, a un sistema di tutela impostato sulla titolarità dei diritti soggettivi, riprendendo l'analoga posizione espressa da A. DI MAJO, *Ingiustizia del danno e diritti non nominati*, nota a Cass. 4 maggio 1982, n. 2765, in *Giust. civ.*, 1982, I, 1749 s. In argomento si veda, infine, anche G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 143 s., il quale osserva che «[l']art. 2043, infatti, rende aperto l'elenco degli illeciti, permettendo di aggiungere altre figure a quelle espressamente previste in norme specifiche. Il requisito dell'ingiustizia, in particolare, di cui è menzione nell'articolo citato, non deve essere inteso nel senso che l'illecito necessariamente consista nella violazione di un diritto soggettivo, e neppure nel senso che la norma in esame sanziona esclusivamente gli atti dannosi compiuti in violazione di doveri risultanti da altre norme di legge. L'art. 2043 non è una norma secondaria, meramente sanzionatrice, bensì rappresenta una norma primaria, essa stessa fonte di doveri giuridici. Il sistema che ne deriva, pertanto, è improntato a criteri di atipicità e richiede all'interprete di compiere un'opera di concretizzazione della clausola generale dell'ingiustizia, al fine di enucleare, nella mutevolezza e nelle varietà delle situazioni concrete e degli interessi coinvolti, le singole figure di illecito civile».

<sup>(256)</sup> F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 553.

<sup>(257)</sup> Trib. Roma, 21 gennaio 1989, n. 669, in *Tem. romana*, 1989, II, 85 ss.; App. Roma, 17 ottobre 1989, in *Giust. civ.*, 1989, I, 2652; App. Milano, 14 marzo 1986, in *Banca borsa tit. credito*, 1987, II, 627.

Come si è ricordato in apertura del presente capitolo, prima dell'introduzione ad opera del Regolamento UE n. 462/2013 di una previsione espressa in materia di responsabilità delle agenzie di rating, l'effettiva risarcibilità del danno da rating era questione aperta, come dimostra, ad esempio, la presa di posizione in senso negativo della ricordata sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835. Nonostante si trattasse di una questione dibattuta, bisogna però dare atto del fatto che la dottrina e la (poca) altra giurisprudenza in materia avevano generalmente riconosciuto la risarcibilità del danno da rating, sostenendo delle tesi ricollegabili al più ampio dibattito nato in relazione alla diffusione di informazioni inesatte.

Del resto, l'attività svolta dalle agenzie di rating a favore degli investitori e del mercato ha molto in comune con l'attività dei professionisti ricordati in precedenza. Come le società di revisione, le agenzie di rating esprimono un giudizio, poi reso noto al pubblico, che, pur non avendo ad oggetto, a differenza di quello del revisore, la generale situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente, ha comunque riguardo ed è basato su di essa o, più precisamente, su una sua parte importante: il merito creditizio dell'emittente. Come gli analisti finanziari, le agenzie esprimono un giudizio *sintetico* circa la qualità dell'investimento proposto al pubblico. Pur non trattandosi di una vera e propria raccomandazione di investimento, è infatti innegabile che i giudizi di rating, avendo ad oggetto una componente fondamentale nella valutazione dell'operazione di investimento proposta, ossia il rischio di credito, dicano qualcosa sulla «qualità» o sulla «convenienza» della medesima, specie se ci si pone nella prospettiva di un piccolo investitore avverso al rischio. Infine, come gli articoli del giornalista economico, i giudizi di rating hanno un'ampia diffusione e sono in grado di raggiungere un'ampia platea di destinatari. Tutti questi esempi chiariscono quindi che, pur essendo l'attività delle agenzie di rating per certi versi anche molto diversa da quella di altri soggetti che operano nel mercato, è ad essi accomunata da un fattore fondamentale: si tratta di un'attività professionale che comporta la diffusione di informazioni – i rating, appunto – a un pubblico indistinto, attività che, come tale, potrebbe generare responsabilità.

È per tale motivo che il naturale approccio al problema della responsabilità delle agenzie di rating è stato quello di ricercare un suo inquadramento all'interno della più generale riflessione in materia di responsabilità da diffusione di informazioni inesatte al mercato.

Precedentemente all'introduzione dell'art. 35-*bis* da parte del Regolamento UE n. 462/2013, la risposta positiva al quesito sull'*an* della responsabilità delle agenzie di rating doveva, infatti, necessariamente passare attraverso un qualche suo incasellamento all'interno di categorie di responsabilità già collaudate. Più precisamente, la qualificazione della responsabilità – solitamente in termini extracontrattuali – dell'agenzia di rating in passato è servita a rispondere alla domanda circa l'effettiva sussistenza e ammissibilità di una responsabilità dell'agenzia nei confronti dell'investitore.

Si è trattato e si tratta tuttora di un compito non facile, posto che i limiti che una concezione tradizionale della responsabilità civile generalmente incontra, quando entrano in gioco interessi così poliedrici quali gli interessi riconosciuti e tutelati dal diritto dei mercati finanziari, sono bene evidenti nell'evaporazione della linea di confine tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale che, per vero, caratterizza l'intero settore della responsabilità da informazioni inesatte, prima ancora delle sue applicazioni a fattispecie realizzatesi sui mercati dei capitali. La qualificazione della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori richiede dunque un particolare sforzo

dogmatico e ricostruttivo al fine di determinare quale sia il regime di responsabilità. Tuttavia, oggi, tale sforzo non si giustifica più al fine di argomentare a favore dell'ammissibilità della responsabilità, ma – alla luce della previsione di una disciplina speciale in materia da parte dell'art. 35-*bis* – esclusivamente al fine, appunto, di determinare quali siano le regole applicabili a una responsabilità ormai prevista espressamente.

Per tale motivo, giova ricordare che la dottrina prevalente e la poca giurisprudenza finora pronunciata in materia si sono espresse nel senso della natura extracontrattuale della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, riconducendola all'alveo dell'art. 2043 c.c., in ragione della estraneità dell'investitore rispetto al rapporto contrattuale tra agenzia di rating e società emittente <sup>(258)</sup>; fatta eccezione, ovviamente, dei casi in cui il rating sia stato «commissionato» dall'investitore stesso o comunque sia ravvisabile un rapporto contrattuale tra agenzia e investitore. A tale ipotesi pare, infatti, fuor di dubbio che debba applicarsi l'art. 1218 c.c. <sup>(259)</sup>. Negli altri casi invece l'ingiustizia

---

<sup>(258)</sup> In tal senso, si vedano A. PERRONE, *Le società di rating*, cit., 1039 s.; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 321; ID., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 175; 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., 54 s.; F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., 151; L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 275 ss.; ID., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 403 e, più di recente, G. FAUCEGLIA, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 259 s., il quale, dopo aver sostenuto l'applicabilità dell'art. 2043 c.c., suggerisce che potrebbe forse «evocarsi la fattispecie dell'«attività pericolosa»», pur riconoscendo le difficoltà concettuali insite in tale interpretazione. In argomento si veda anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 804 ss., la quale tuttavia mostra di adottare, in punto di qualificazione della responsabilità, una posizione composita. In giurisprudenza, afferma la natura extracontrattuale della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi investitori Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, 2013, II, 468, con nota di F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*; in *Danno e resp.*, 2013, 183, con nota di M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>(259)</sup> In particolare, pare potersi ritenere sussistente un vero e proprio rapporto contrattuale tra investitore e agenzia di rating qualora il rating venga diffuso mediante accesso all'area riservata del sito internet dell'agenzia di rating, attraverso meccanismi di abbonamento che prevedono l'accettazione da parte dell'investitore di termini e condizioni generali di contratto (*terms and conditions*). Si è discusso su quale possa essere il tipo e la qualificazione giuridica da attribuire ai contratti stipulati online che, come quello intercorrente tra agenzia di rating e investitore, prevedono una prestazione di una delle parti senza un corrispettivo. Nel nostro caso, infatti, l'agenzia di rating, a seguito della *subscription*, fornisce un servizio di carattere informativo all'investitore, senza che questi provveda al pagamento di un corrispettivo. Alcuni hanno ipotizzato, con riferimento a figure contrattuali analoghe a quella qui oggetto di attenzione, che il corrispettivo potrebbe essere ravvisato nel valore dei dati personali che l'investitore comunicherebbe al momento della *subscription*. Tuttavia, come è stato correttamente osservato, la diffusione dei giudizi di rating avviene non tanto in ragione della possibilità di fruire dei dati personali degli investitori abbonati, quanto piuttosto proprio perché la diffusione è lo scopo dell'attività di valutazione del merito di credito: l'agenzia viene pagata dall'emittente per fare in modo che segnali al mercato il suo merito di credito ed è in forza di tale esigenza che avviene la comunicazione agli investitori dei giudizi di rating, anche tramite meccanismi di *subscription* alla parte riservata del sito internet dell'agenzia. Il contratto tra investitore e agenzia di rating così concluso dovrebbe dunque ricondursi alla categoria del contratto gratuito atipico, disciplinato dalle norme in materia di condizioni generali di contratto (art. 1341, c.c.). A prescindere, comunque, dalla qualificazione del rapporto contrattuale posto in essere accettando i termini e le condizioni di utilizzo del sito internet, va da sé che, potendo ravvisarsi un rapporto negoziale in base al quale l'agenzia fornisce determinate informazioni all'investitore abbonato, l'eventuale responsabilità dell'agenzia nei confronti di quest'ultimo sarà di natura contrattuale e sarà disciplinata dall'art. 1218 c.c. In argomento, sia per quanto riguarda la qualificazione del contratto concluso *online* tra agenzia di rating e investitore che per la responsabilità da esso nascente, si veda P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 123 ss. In argomento cfr., da ultimo, F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di sollicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 224 ss., che riconduce i contratti *online* tra agenzia e investitore alla

del danno viene solitamente ravvisata nella lesione (positiva) della libertà contrattuale dell'investitore, il quale sarebbe indotto dalle informazioni negligenzemente rese dal terzo (*i.e.* l'agenzia di rating) a concludere un contratto che altrimenti non avrebbe concluso o che avrebbe concluso a condizioni diverse <sup>(260)</sup>. Diversamente, qualora l'informazione inesatta abbia indotto l'investitore a *non* concludere un contratto, si assisterebbe alla lesione della libertà contrattuale negativa di quest'ultimo.

Altra parte della dottrina, anche alla luce delle novità introdotte nella disciplina dei servizi di rating dal Regolamento CE n. 1060/2009, ha ritenuto, invece, che la responsabilità delle agenzie di rating si avvicini alla responsabilità «da contatto sociale qualificato» <sup>(261)</sup>, pur senza incorrere in indebite generalizzazioni, posto che ben potrebbe darsi il caso in cui agenzia di rating e investitore si ignorino reciprocamente e quindi non possa ravvisarsi tra di essi alcun «contatto».

Simile è, al riguardo, l'opinione di chi ha distinto a seconda che la responsabilità dell'agenzia sia invocata da un terzo prossimo – «banche o *securities houses* o investitori istituzionali (più raramente persone fisiche con grandi disponibilità finanziarie che curano direttamente i propri investimenti), che l'analista sa o dovrebbe sapere che operano in simbiosi informativa con la propria controparte contrattuale diretta» – ovvero da un terzo remoto <sup>(262)</sup>. Nel primo caso, infatti, riconoscendo che, talvolta, la prossimità tra il professionista e l'investitore può implicare l'instaurazione di un vero e proprio contatto

---

figura del contratto con obbligazioni a carico di una sola parte, dal cui inadempimento discenderebbe comunque la responsabilità contrattuale *ex art.* 1218 c.c.

<sup>(260)</sup> F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., 151, precisa che «la natura del nocimento che identifica il carattere ingiusto del danno va ricercata nella lesione (questa volta positiva) della libertà contrattuale, che è integrata quando un contraente, sulla base delle informazioni del terzo, è indotto a concludere un contratto che altrimenti non avrebbe concluso». Analogamente L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 404. In giurisprudenza si veda Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 469; in *Danno e resp.*, cit., 184.

<sup>(261)</sup> Cfr. A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, cit., 344 ss., secondo il quale le agenzie di rating, anche in virtù del proprio *status* professionale, sono in grado di ingenerare un notevole affidamento negli investitori, sulla base del quale si realizzerebbe un «contatto sociale qualificato» di natura «quasi-contrattuale, atteso che ad esso si ricollegano obblighi di comportamento di varia natura diretti a garantire che siano tutelati gli interessi che sono emersi o sono esposti a pericolo in occasione del contatto stesso». Tale soluzione interpretativa, a detta dell'Autore citato, si giustificerebbe anche alla luce del tenore delle disposizioni contenute nel Regolamento CE n. 1060/2009, posto che le agenzie di rating svolgerebbero una professione riservata. L'Autore precisa anche che tale disciplina «legittima a livello primario poteri informativi e *lato sensu* ispettivi in capo alle società di rating» (*ivi*, 343). Si anticipa fin d'ora che si ritiene di poter dissentire con tale ultima affermazione, anche alla luce delle modifiche introdotte al Regolamento citato dal più recente Regolamento UE n. 462/2013. La normativa richiamata, come si vedrà meglio in seguito (cfr. *infra*, § 1.2.1.1. del quarto capitolo), non solo non attribuisce poteri ispettivi alle agenzie di rating, ma non sembra nemmeno porre in capo alle agenzie poteri di controllo circa l'operato dell'emittente o di altri *gatekeepers*. Se di poteri ispettivi si vuole parlare, tale termine può essere al più utilizzato per fare riferimento alle eventuali richieste di collaborazione presentate dall'agenzia di rating all'emittente al fine di ottenere tutti i dati necessari a pervenire alla valutazione del merito di credito. Tuttavia, l'assenza di veri e propri poteri ispettivi è dimostrata dal fatto che in caso di diniego della predetta collaborazione l'agenzia di rating non ha libero accesso ai dati e ai documenti della società emittente che abbia richiesto il rating, ma deve, qualora non ritenga di avere elementi sufficienti per pervenire a un fondato giudizio, rinunciare a emettere il rating.

<sup>(262)</sup> L'opinione richiamata è espressa da A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 213 ss. (per la definizione di terzo prossimo, *ivi*, 222). È utile precisare che, nonostante l'Autore richiamato affronti, più in generale, il tema della responsabilità degli analisti finanziari, egli ricomprende in tale categoria anche le agenzie di rating, le quali, appunto, sarebbero analisti finanziari che svolgono la propria attività in particolari condizioni di indipendenza (*ivi*, 220).



sociale tra i due, si precisa che il rapporto di prossimità, basato su «un rapporto anche soltanto sociale o anche soltanto indiretto, purché si tratti di soggetti da [professionista] previamente identificabili e la cui esposizione al rischio sia da lui prevedibile», giustificerebbe l'insorgenza di un obbligo di diligenza e protezione senza prestazione<sup>(263)</sup>. In assenza di un tale rapporto di prossimità, invece, non vi sarebbero alternative al riconoscimento di una responsabilità extracontrattuale del professionista<sup>(264)</sup> e, specie con riferimento all'attività delle agenzie di rating, l'ipotesi che vi sia un terzo «remoto» che lamenti di essere stato danneggiato dall'emissione di un giudizio errato non sembrerebbe così lontana dalla realtà<sup>(265)</sup>. Sulla scorta di considerazioni analoghe, più di recente, altri hanno poi ipotizzato che la distinzione tra responsabilità contrattuale (da contatto sociale) e responsabilità extracontrattuale potrebbe basarsi sulla determinabilità a priori dei destinatari delle valutazioni delle agenzie, ravvisandosi così la prima nei casi di offerte riservate a investitori professionali o veicolate da un prospetto<sup>(266)</sup>.

Non sono mancate tuttavia posizioni ancora più nette, volte a ritenere applicabile l'art. 1218 c.c. in virtù di un rapporto obbligatorio costituito *ex lege* per il tramite della previsione legislativa di precisi obblighi in capo all'agenzia di rating<sup>(267)</sup> o a considerare senz'altro sussistente un «contatto sociale» tra agenzia di rating e investitore, alla luce del particolare affidamento riposto da quest'ultimo sul giudizio dell'agenzia, in ragione, principalmente, della sua professionalità. In questo senso, in forza della sussistenza di precisi obblighi comportamentali che l'agenzia di rating dovrebbe rispettare per via del proprio *status* professionale nei confronti degli investitori, ben potrebbe farsi riferimento alla categoria concettuale dell'obbligazione senza prestazione e farsi discendere, dalla violazione dei predetti obblighi e doveri, la responsabilità contrattuale della società di rating nei confronti dell'investitore anche in assenza di un vero e proprio rapporto negoziale<sup>(268)</sup>.

Vi è, infine, anche chi ha ritenuto che una differenza in punto di qualificazione della responsabilità possa essere tracciata a seconda che l'agenzia di rating sia registrata o meno e a seconda che il rating diffuso al pubblico sia stato o meno emesso a fini regolamentari. Nel primo caso, infatti, l'agenzia, in forza del suo *status* professionale, che assicurerebbe al mercato l'emissione di valutazioni qualificate, incorrerebbe in una responsabilità di tipo contrattuale, mentre nel secondo, l'agenzia di rating potrebbe essere considerata un operatore «libero» del mercato, essendo pertanto responsabile esclusivamente in via extracontrattuale nei confronti dei terzi investitori. Secondo tale opinione, sarebbe, tuttavia, comunque necessaria un'ulteriore regolamentazione specifica della responsabilità delle agenzie di rating in via legislativa che tenga conto dell'eventuale sussistenza della registrazione di quest'ultima presso le autorità competenti, e che preveda, quindi, un regime differenziato a seconda che l'agenzia possa essere considerata parte di una categoria

---

<sup>(263)</sup> A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 227.

<sup>(264)</sup> A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 231 ss. (spec. 245 ss.).

<sup>(265)</sup> A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 231 s.

<sup>(266)</sup> Così L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 196 ss. (spec. 201), la quale, pur riconoscendo la delicatezza e l'opinabilità dell'indirizzo ricostruttivo proposto, ritiene che «la professionalità degli investitori danneggiati da un *rating* inesatto o scorretto finisce per rappresentare non solo un indice di identificabilità *ex ante* di questi ultimi e, quindi, un presupposto della responsabilità nei loro confronti, ma anche un limite della stessa».

<sup>(267)</sup> F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di *solicited* o *unsolicited* rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 250 s. Al riguardo si rimanda altresì alla nota 270.

<sup>(268)</sup> Sembrerebbe preferire questa tesi M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *La Responsabilità Civile*, 2008, 638, pur osservando che la responsabilità delle agenzie di rating, a prescindere dalla sua qualificazione giuridica, presenta aspetti di indubbia originalità.

professionale protetta o meno <sup>(269)</sup>). Tuttavia, anche a voler ritenere che tale distinzione sia in qualche modo supportata dal dato normativo, è noto che le agenzie di rating operanti all'interno del territorio dell'Unione sono, nei fatti, registrate ai sensi del Regolamento CE n. 1060/2009, alla luce dell'obbligo previsto dall'art. 14 del medesimo regolamento. Ciò rende pertanto concretamente irrilevante una simile suddivisione.

Ad ogni modo, sia pure con le debite differenziazioni interne appena esaminate, può dirsi che, accanto ad un orientamento prevalente, che ha ricondotto la responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi investitori alla responsabilità aquiliana, vi è un secondo orientamento interpretativo in base al quale la responsabilità in parola dovrebbe essere più propriamente ricondotta alla responsabilità da inadempimento dell'obbligazione *ex art.* 1218 c.c. Sia che si faccia formalmente ricorso alla figura del contatto sociale o dell'obbligazione senza prestazione, sia che non se ne faccia ricorso, il fulcro di tale ultima interpretazione riposa nell'osservazione che la responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore sarebbe caratterizzata dall'affidamento riposto da quest'ultimo nella professionalità dell'agenzia e nelle informazioni da questa diffuse, caratteristica che accomunerebbe la responsabilità per danno da rating alla più generale responsabilità da diffusione di informazioni inesatte, anch'essa ricondotta, da tale opinione, ai dettami della responsabilità contrattuale. In questo senso, anche con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating occorrerebbe «tutelare l'affidamento che nasce dalla diffusione di informazioni in ragione della natura del soggetto che le fornisce e del suo ruolo sociale, riconoscendo come sussistente la relativa responsabilità soltanto a carico di determinati soggetti, dotati di specifiche qualifiche professionali, tali da ingenerare un particolare affidamento» <sup>(270)</sup>.

### 2.3. L'introduzione di ipotesi di risarcimento del danno da diffusione di informazioni inesatte nell'ordinamento italiano.

L'introduzione dell'art. 35-*bis* ad opera del Regolamento UE n. 462/2013 si inserisce non solo nel dibattito sulla qualificazione della responsabilità delle agenzie di rating, ma anche nell'ambito di una più generale tendenza dei legislatori europeo e nazionale volta a sanzionare condotte scorrette sul mercato finanziario, e a prescindere da quale debba essere la risposta al quesito circa l'individuazione del regime di responsabilità applicabile alle agenzie di rating, di tale contesto non può non tenersi conto.

---

<sup>(269)</sup> C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 830 ss.

<sup>(270)</sup> L'opinione è riportata, ma sembrerebbe non condivisa, da C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 822. In argomento si veda, da ultimo, F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicted o unsolicted rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 237 ss., secondo il quale le agenzie di rating, essendo vere e proprie potenze multinazionali, non potrebbero essere assimilate al *quivis de populo* obbligato al rispetto del principio del *neminem laedere*. Tale considerazione deporrebbe in favore di interpretazioni più audaci volte a giustificare l'applicazione del regime previsto dall'art. 1218 c.c. alla responsabilità delle agenzie di rating. L'Autore, in particolare, dopo aver esaminato le criticità della tesi favorevole alla configurabilità di una responsabilità da inadempimento di obblighi di protezione (da contatto sociale e affidamento) e quelle dell'opinione favorevole all'applicabilità alla fattispecie in esame della figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi, arriva, tuttavia, a ritenere che, in ragione della funzionalizzazione degli obblighi imposti in capo alle agenzie dal legislatore, potrebbe ritenersi esistente «un rapporto obbligatorio *ex lege* (fonte di responsabilità *ex art.* 1218 c.c. alla stregua di un contratto) tra la società di *rating* e l'investitore che abbia recepito le valutazioni da questa elaborate». Ritiene preferibile la qualificazione in chiave contrattuale della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi investitori anche V. DI CATALDO, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 387 s., quantomeno per le ipotesi di *solicted rating*.

In questo senso, l'analisi dello statuto della responsabilità, a prescindere dall'inquadramento dogmatico che se ne voglia dare, sembra doversi avvalere di uno «strumentario concettuale» ben «più complesso, risultante dalla immersione del diritto comune in un contesto dominato dalle regole e dalla logica proprie del diritto speciale; proprie cioè del diritto del mercato finanziario»<sup>(271)</sup>. Vale a dire che, sia che si adotti la prospettiva della responsabilità contrattuale per la ritenuta sussistenza di un dovere di diligenza dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore, pur nell'assenza di un obbligo di prestazione, sia che, invece, si adotti la prospettiva della responsabilità extracontrattuale, non può non darsi il giusto peso all'esistenza, da un lato, di tutta una serie di disposizioni normative volte a garantire il buon funzionamento e la trasparenza del mercato, e dall'altro, di altre disposizioni volte a sanzionare la condotta di coloro che, operando sul mercato, sono in grado di produrre, attraverso lo svolgimento della propria attività professionale, distorsioni informative a danno degli investitori. Si tratta di discipline normative di origine comunitaria e europea che, nel dichiarato scopo di contribuire all'armonizzazione dei singoli diritti nazionali, specie per quanto riguarda la disciplina della responsabilità civile, solitamente non tengono conto delle peculiarità di ciascun ordinamento giuridico e che, pertanto, non sempre, una volta tradotte in disposizioni normative interne, o comunque applicabili all'interno del singolo Stato membro, si mostrano perfettamente coerenti o in linea con l'impianto normativo generale della responsabilità civile presente in ciascuno di essi.

Per quanto riguarda la previsione di obblighi di comunicazione e trasparenza nei confronti del mercato, può ricordarsi, ad esempio, la disciplina del prospetto (artt. 94 ss. TUF), la disciplina delle comunicazioni al pubblico di cui all'art. 114 TUF<sup>(272)</sup>, la disciplina volta a garantire una maggiore trasparenza degli assetti proprietari e di controllo (artt. 120 TUF) e dei meccanismi di *governance* della società e la corrispondente disciplina attuativa della Consob. Di derivazione europea sono, inoltre, le previsioni che governano la responsabilità dell'emittente, dei soggetti operanti in seno al medesimo, e di altri soggetti che, nell'ambito della loro attività professionale, diffondono informazioni al mercato. Si ricordano, ad esempio, la disciplina della responsabilità da prospetto (artt. 94 ss. TUF), la disciplina della responsabilità del revisore (art. 15, d.lgs. n. 39/2010), la disciplina degli abusi di mercato e la previsione dei reati e degli illeciti amministrativi di manipolazione del mercato e *insider trading* (artt. 184, 185, 187-*bis* e 187-*ter* TUF), la responsabilità nello svolgimento dei servizi di investimento e dei servizi a questi accessori (art. 23, comma 6, TUF), e così via.

---

<sup>(271)</sup> A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 232.

<sup>(272)</sup> Si segnala, in particolare, il disposto del comma 8 dell'art. 114 TUF, secondo il quale «i soggetti che producono o diffondono ricerche e valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'art. 180, comma 1, lett. a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate a canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce». L'esclusione dall'ambito di applicazione della norma richiamata delle società di rating, risalente alla L. 28 dicembre 2005, n. 262, in un momento in cui ancora l'attività delle agenzie di rating era priva di ogni forma di controllo e regolamentazione, non sembra più tanto coerente con il nuovo impianto normativo risultante dai ripetuti interventi del legislatore europeo in materia di attività di valutazione del merito di credito. Tuttavia, nonostante le agenzie di rating non siano ricomprese nel novero dei soggetti in capo ai quali l'art. 114, comma 8, TUF, impone un dovere di agire in modo corretto, tale dovere sembra comunque desumibile dalle disposizioni in materia di attività di rating e responsabilità delle agenzie contenute nel Regolamento CE n. 1060/2009, come da ultimo modificato.

È evidente, dunque, come, sotto la spinta del legislatore europeo, il nostro diritto dei mercati finanziari, mediante lo strumento della *disclosure* e della responsabilità civile, serva contemporaneamente, da un lato, il fine di garantire il buon funzionamento del mercato, delle negoziazioni che in esso hanno luogo e il regolare svolgimento degli scambi, e, dall'altro lato, il fine di consentire l'assunzione di scelte di investimento e disinvestimento consapevoli da parte dei singoli investitori. In questo senso, dunque, «[l']alterazione artificiosa del mercato mediante dichiarazioni false è, quindi, non soltanto un comportamento che viola interessi generali e pubblicistici, ma anche un comportamento considerato illecito nella sfera del singolo che si autodetermina contando sul mercato come consulente corretto»<sup>(273)</sup>.

Di tale contesto e inquadramento sistematico non può in alcun caso non tenersi conto, sia che la responsabilità dell'agenzia di rating sia ricondotta alla tesi dell'obbligazione senza prestazione e della responsabilità da *status*, sia che invece si affermi la responsabilità extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c. Questo poiché è un tale inquadramento sistematico che consente, qualora si aderisca alla prima tesi, di ravvisare la fonte legale degli obblighi di protezione e diligenza dell'agenzia di rating (o di altro professionista) nei confronti degli investitori, ovvero, qualora si aderisca alla seconda, di individuare il fondamento di ingiustizia del danno che ne consente la risarcibilità ai sensi dell'art. 2043 c.c.

#### **2.4. Il superamento del dibattito sulla risarcibilità del danno cagionato dalle agenzie di rating all'investitore: il danno da rating è risarcibile.**

Il ricorso alla figura dell'obbligazione senza prestazione ovvero alla responsabilità extracontrattuale *ex art.* 2043 c.c. non vale più, dunque, come in passato, a fondare la risarcibilità del danno da rating. Essa è, infatti, espressamente sancita dall'art. 35-*bis*, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, e non possono esservi più dubbi sulla possibilità che l'emittente e gli investitori siano legittimati a chiedere giudizialmente il ristoro dei danni subiti a seguito della diffusione di un rating errato sul mercato. La questione circa la risarcibilità del danno da rating non ha più alcuna ragione di porsi, così come ogni argomentazione volta a una sua negazione sulla base della riconducibilità dell'attività di rating al rango di attività protetta dalla libertà di stampa e dalla libertà di pensiero<sup>(274)</sup>.

Tuttavia, pare comunque utile tentare una qualche qualificazione della responsabilità dell'agenzia di rating al fine di verificarne la risarcibilità dalla prospettiva del diritto interno del singolo Stato membro nei casi in cui non può trovare applicazione il citato art. 35-*bis*, e, in ogni caso, al fine di individuare quale sia il regime di responsabilità applicabile, anche qualora detta norma potesse, invece, trovare applicazione, posto che le regole e i principi di diritto comune varrebbero comunque a integrare la disciplina di fonte europea (si v. *supra*, § 1.4. di questo capitolo). Quanto al primo punto, la tesi dell'obbligazione senza prestazione giunge di per sé a giustificare la risarcibilità del danno da rating sulla base dell'affidamento che l'investitore ripone nella professionalità dell'agenzia, rendendo l'indagine in questione per certi versi più semplice. Il complesso di

---

<sup>(273)</sup> A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 249.

<sup>(274)</sup> Al riguardo si v. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 512, e, più di recente, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Prencipe, Milano, 2014, 389, che ritiene «superata – o quantomeno confinata nell'angolo delle opinioni minoritarie – la tesi secondo cui l'attività delle agenzie di rating deve essere ascritta al diritto fondamentale di libertà di pensiero».

doveri risultanti in capo all'agenzia di rating dal *corpus* di norme e regole richiamate e il suo particolare *status* professionale, in grado di ingenerare un particolare affidamento da parte dell'investitore, sarebbero tali da far ritenere che sussistano, in capo all'agenzia medesima, degli obblighi di protezione e diligenza nei confronti degli investitori, proprio perché al professionista è richiesto di rispettare le regole che governano lo svolgimento della propria attività in ogni momento. Tuttavia, tale tesi non sembra particolarmente convincente, poiché, come si spiegherà meglio in seguito (si v. *infra*, capitolo 5, § 1.), l'esistenza di un rapporto obbligatorio, sia pure senza obbligo di prestazione, richiede comunque che le parti di tale rapporto siano quantomeno identificabili, perché, ad esempio, venute in «contatto» tra di loro. Ebbene, nei fatti tale contatto non è di regola ravvisabile tra agenzia e investitore danneggiato. Se a ciò si aggiunge che, per i motivi che verranno esposti in seguito, l'elemento dell'affidamento riposto dall'investitore nei giudizi di rating è solo eventuale (e semmai atto a fondare il rapporto di causalità tra condotta illecita e danno e non la responsabilità *ex se*), pare evidente che non possa costruirsi una responsabilità da *status* proprio su di esso.

Occorre dunque vagliare la risarcibilità del danno alla luce dell'art. 2043 c.c. e, in particolare, del requisito dell'ingiustizia del danno medesimo. Tale problema interpretativo, di non facile soluzione in assenza di una disciplina legislativa espressa dell'attività di rating, è tuttavia oggi analizzabile proprio grazie all'introduzione da parte del legislatore europeo di una previsione in materia di responsabilità delle agenzie di rating, dalla quale può attingersi anche qualora essa non potesse, per svariate ragioni, applicarsi al caso concreto.

Anche laddove non possa fondare direttamente una richiesta risarcitoria, infatti, la previsione della risarcibilità del danno da rating a livello europeo, attraverso l'introduzione di una disposizione direttamente applicabile nel nostro ordinamento, chiarisce comunque che l'interesse dell'investitore a non essere danneggiato dalla diffusione di giudizi di rating inesatti o errati è senz'altro un interesse meritevole di tutela (anche nel nostro ordinamento) e, per tale ragione, il danno derivante dalla sua lesione non può che essere considerato ingiusto anche ai fini dell'applicazione dell'art. 2043 c.c. In altre parole, esiste nel nostro ordinamento (e negli altri ordinamenti degli Stati membri dell'Unione Europea), grazie all'introduzione dell'art. 35-*bis* nel Regolamento CE n. 1060/2009 ad opera del Regolamento UE n. 462/2013, una disposizione che tutela l'interesse dell'investitore in presenza di una condotta gravemente negligente o dolosa dell'agenzia di rating. Come si vedrà più diffusamente in seguito, si tratta di un interesse composito, costituito sia dall'interesse ad assumere scelte di investimento consapevoli sulla base di informazioni non fuorvianti e corrette, sia dall'interesse a operare in un mercato ben funzionante, nel quale la diffusione di informazioni da parte di soggetti professionali interagisce virtuosamente con le dinamiche di prezzo. Si tratta di due facce della stessa medaglia, riconducibili all'interesse generale al buon funzionamento del mercato e alla corretta formazione dei prezzi che assume diverse sfaccettature se declinato in rapporto alle scelte di investimento del singolo risparmiatore e che oggi pare indubbiamente meritevole di tutela in forza dell'introduzione dell'art. 35-*bis*, anche qualora quest'ultima disposizione non fosse applicabile. In questo senso, il solo fatto che esista, all'interno dell'ordinamento, una previsione che consente – ad alcune condizioni – la risarcibilità del danno da rating è indice della meritevolezza di tutela dell'interesse da questa presidiato. Ciò consente di ritenere comunque ingiusto, ai sensi dell'art. 2043 c.c., il danno che eventualmente fosse derivato da una condotta negligente dell'agenzia di rating e permette il ricorso alla tutela extracontrattuale anche in assenza dei presupposti di applicabilità dell'art. 35-*bis*.

Alla luce delle novità introdotte dalla disciplina europea e nazionale richiamata, il problema dell'*an* della responsabilità, e quindi della risarcibilità del danno da rating, non sembra, dunque, avere più ragione di porsi. Tuttavia, il ricorso alle richiamate tesi sulla responsabilità per diffusione di informazioni inesatte sul mercato, originariamente giustificato dall'esigenza di trovare un fondamento all'interno dell'ordinamento giuridico per la risarcibilità del danno cagionato dall'emissione di giudizi di rating errati, può comunque risultare utile in relazione alle ipotesi non contemplate dall'art. 35-*bis* e, in particolare (e soprattutto), in relazione definizione del regime di responsabilità applicabile alle agenzie di rating, una volta che tale fondamento venga riscontrato. Ancora, la qualificazione all'interno delle categorie tradizionali della responsabilità civile serve altresì il diverso fine di rispondere alla domanda se effettivamente la qualificazione in chiave contrattuale o extracontrattuale della responsabilità dell'agenzia di rating abbia delle ripercussioni pratiche nel corso di un eventuale giudizio ovvero possa essere conservata a meri fini descrittivi, ma su tale argomento si tornerà in seguito <sup>(275)</sup>.

#### 2.4.1 (*Segue*) L'ingiustizia del danno da diffusione di giudizi di rating sul mercato.

La soluzione interpretativa appena presentata potrebbe mantenersi ferma anche non volendo ritenere che l'introduzione dell'art. 35-*bis* da parte del legislatore europeo, a prescindere dalla sua applicabilità al caso concreto, sia stata risolutiva del dibattito circa la sussistenza dell'elemento dell'ingiustizia del danno e circa la sua risarcibilità *ex* art. 2043 c.c. Vengono infatti in aiuto le regole e i principi generali in materia di responsabilità civile vigenti nel nostro ordinamento, a cui la dottrina giuridica già faceva ricorso prima dell'emanazione del Regolamento UE n. 462/2013 al fine di giustificare la risarcibilità in sede extracontrattuale del danno da rating. In particolare, tra coloro che hanno sostenuto la natura aquiliana della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori, si è, per ovvi motivi, sottolineata l'esigenza di verificare se, alla luce dei dettami della sentenza della Suprema Corte a Sezioni Unite n. 500/1999, potesse essere configurato un danno ingiusto <sup>(276)</sup>. L'art. 2043 c.c. prevede espressamente il requisito dell'ingiustizia del danno, ai fini della sussistenza del diritto al risarcimento in sede extracontrattuale, e tale sentenza, partendo da un caso di responsabilità civile della pubblica amministrazione, ha, infatti, delineato i passaggi attraverso i quali è possibile determinare se sussista o meno, in relazione alla fattispecie di danno considerata, il requisito dell'ingiustizia, intesa quale lesione di una situazione giuridicamente rilevante <sup>(277)</sup>.

Più in generale, la Suprema Corte ha osservato che ai fini della sussistenza del diritto al risarcimento del danno occorre accertare l'esistenza di un evento dannoso economicamente pregiudizievole; verificare se tale danno lede un interesse meritevole di

---

<sup>(275)</sup> Sul punto si veda *infra*, capitolo 5, § 1.

<sup>(276)</sup> Sono in tanti ad aver applicato, passo per passo, il «test» introdotto da Cass. SS.UU. n. 500/1999, cit., al fine di verificare se il danno da rating fosse risarcibile nel nostro ordinamento ai sensi dell'art. 2043 c.c. Si vedano, ad esempio, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 804 ss., e in giurisprudenza, Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 469; in *Danno e resp.*, cit., 184. Si rimanda, inoltre, alla nota 255.

<sup>(277)</sup> S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, cit., 139; C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 21 ss. (spec. 26), il quale sottolinea, inoltre, la necessità di non confondere l'ingiustizia del danno con il problema dell'antigiuridicità, poiché «sul piano della pura interpretazione dell'art. 2043, identificare l'ingiustizia con il difetto di una causa di giustificazione, significa trasporre tale qualificazione dal danno come elemento oggettivo della fattispecie, al quale la legge la appone, alla condotta, alla quale sempre è stata riferita la mancanza di una causa di giustificazione, e indentificare l'ingiustizia e l'antigiuridicità» (*ivi*, 23).

tutela secondo l'ordinamento giuridico ed è, pertanto, qualificabile come danno ingiusto; determinare se sussista il nesso causale tra la condotta del presunto responsabile e il danno, secondo un criterio di causalità di fatto analogo a quello previsto dall'art. 40 c.p.; e accertare il dolo o la colpa del presunto responsabile. È evidente che, fino all'introduzione dell'art. 35-*bis*, era proprio il secondo punto dell'accertamento richiesto dalla Suprema Corte a destare le maggiori perplessità, posto che in linea teorica, nonostante la prova possa risultare estremamente difficoltosa (e talvolta anche *diabolica*), può immaginarsi che l'agenzia di rating, tenendo una condotta colposa o dolosa, abbia cagionato un danno patrimoniale all'investitore. Tuttavia, questo non basta, come hanno chiarito le Sezioni Unite, ad affermare la risarcibilità del danno, occorrendo una più approfondita analisi circa la meritevolezza di tutela dell'interesse che si presume leso dalla predetta condotta.

Ebbene, sempre secondo le linee guida delineate dalla sentenza delle Sezioni Unite, una tale indagine avrebbe dovuto procedere attraverso una comparazione degli interessi in conflitto, onde verificare se, dalle disposizioni presenti nell'ordinamento giuridico, fosse possibile desumere la prevalenza dell'uno rispetto all'altro <sup>(278)</sup>.

Chi ha svolto questa analisi con riferimento al danno da rating ha rilevato come l'interesse dell'investitore alla libertà negoziale nell'impiego del proprio risparmio (cfr. art. 47 Cost.) si contrapporrebbe all'interesse dell'agenzia di rating a pubblicare i propri giudizi, interesse quest'ultimo riconducibile, per certi versi, alla libertà di stampa e di manifestazione del pensiero (cfr. art. 21 Cost.), posto che le agenzie da sempre reclamano la natura di mere «opinioni» delle valutazioni espresse e hanno a più riprese sostenuto di dover essere assimilate a dei giornalisti economici <sup>(279)</sup>. Pare però forse riduttivo ricondurre l'interesse dell'investitore alla mera tutela della libertà negoziale, considerato che viene altresì in gioco l'interesse al buon funzionamento del mercato e alla corretta formazione dei prezzi nei luoghi all'interno dei quali vengono condotte le negoziazioni e, d'altro canto, anche l'interesse vantato dall'agenzia di rating sembrerebbe presentare profili di maggiore complessità, alla luce del fatto che pare comunque ravvisabile, in capo a quest'ultima, un interesse all'esercizio della propria libertà di iniziativa economica (cfr. art. 41 Cost.), essendo fuor di dubbio che l'attività di valutazione del merito di credito si svolge mediante un'organizzazione di tipo imprenditoriale <sup>(280)</sup>.

Tuttavia, pur qualificando in maniera più composita e complessa l'interesse vantato da entrambe le parti – investitore da un lato e agenzia di rating dall'altro –, dalla comparazione delle pretese in conflitto si può trarre il medesimo risultato. A non voler considerare le critiche che possono essere mosse, e che in effetti sono state da più parti mosse, all'assimilazione delle agenzie di rating ai giornalisti finanziari e all'estensione alle prime dei presidi, anche costituzionali, posti a tutela dei secondi <sup>(281)</sup>, al riguardo è comunque decisiva la considerazione del fatto che nel nostro ordinamento sono numerose le disposizioni normative che fanno propendere per la prevalenza dell'interesse vantato dagli investitori danneggiati da un giudizio di rating errato rispetto all'interesse dell'agenzia

---

<sup>(278)</sup> Trattasi, in particolare, dell'interesse del soggetto che lamenta il danno e dell'interesse perseguito da colui al quale l'evento dannoso è attribuibile.

<sup>(279)</sup> *Ex multis*, si veda C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 809.

<sup>(280)</sup> Il diritto alla libertà di iniziativa economica privata è menzionato anche da M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 163; e da L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, cit., 287.

<sup>(281)</sup> Si veda, al riguardo, ad esempio, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 809.

di rating alla libera manifestazione della propria «opinione» sul merito di credito di emittenti e di titoli di debito.

Lasciando da parte il caso in cui l'agenzia di rating abbia tenuto una condotta dolosa, poiché in tale ipotesi l'ingiustizia del danno è data proprio dalla presenza dell'elemento soggettivo del dolo<sup>(282)</sup>, la prevalenza dell'interesse dell'investitore dovrebbe essere comunque desunta dalla presenza di numerose ipotesi di responsabilità per diffusione di informazioni inesatte e, in particolare, dalle ricordate previsioni in materia di responsabilità del revisore (art. 15, d.lgs. n. 39/2010) e di responsabilità da prospetto (art. 94 TUF)<sup>(283)</sup>, e, più in generale, dal riconoscimento, anche giurisprudenziale, della responsabilità per l'affidamento suscitato dalla lettera di patronage<sup>(284)</sup> o dalla banca per i c.d. *warentest*<sup>(285)</sup>. Da ciò può infatti trarsi la prevalenza dell'interesse dell'investitore a non essere sviato nell'assunzione delle proprie scelte d'investimento: il legislatore e la giurisprudenza italiani tutelano coloro che investendo sul mercato dei capitali, o comunque in progetti imprenditoriali, si affidano alle informazioni fornite da soggetti professionali o esperti (quali i revisori, la banca, la società capogruppo rispetto alle controllate etc.), con prevalenza rispetto all'interesse di tali soggetti professionali alla libera esplicazione della propria attività imprenditoriale. Inoltre, dalla previsione di numerose disposizioni in materia di poteri della Consob (art. 91 TUF), di comunicazioni al mercato e di trasparenza in relazione agli assetti proprietari e alle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, e, in particolare, dalla previsione dei reati di *insider trading* e manipolazione del mercato (artt. 184 e 185 TUF), emerge un ulteriore interesse – questa volta anche di natura pubblicistica – al buon funzionamento del mercato, alla corretta formazione dei prezzi e al corretto andamento delle negoziazioni che hanno luogo sul medesimo. Tale interesse, tuttavia, non rileva solamente nella sua dimensione pubblicistica, proprio in ragione del fatto che è in un mercato trasparente e ben funzionante che gli investitori possono compiere scelte di investimento e disinvestimento consapevoli. Da tutte queste previsioni può infatti ritenersi esistente un interesse del singolo investitore a ottenere «informazioni obiettive e affidabili» e<sup>(286)</sup> e, più precisamente, potrebbe ravvisarsi un interesse meritevole di tutela in capo all'investitore a ricevere giudizi di rating corretti e affidabili<sup>(287)</sup>, a conferma di quanto già

---

<sup>(282)</sup> Così C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 810, la quale richiama sul punto M. FRANZONI, *L'illecito civile*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. Franzoni, I, Milano, 2004, 807.

<sup>(283)</sup> Fa riferimento alla disciplina della responsabilità del revisore e alla disciplina della responsabilità da prospetto al fine di riconoscere che sussiste nell'ordinamento giuridico italiano una tutela per l'affidamento che il terzo riponga nelle informazioni provenienti da un soggetto particolarmente qualificato anche Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 470; in *Danno e resp.*, cit., 185.

<sup>(284)</sup> In argomento G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 329; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., 682; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 810; M.C. PERCHINUNNO, *Il danno da lesione dell'affidamento suscitato dalla lettera di patronage*, in *Contr. e impr.*, 2006, 611 ss.; e, specialmente, A. MAZZONI, *Le lettere di patronage*, Milano, 1986, 197 ss., che riconduce la responsabilità del *patronnant* alla responsabilità precontrattuale.

<sup>(285)</sup> G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 188; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 811.

<sup>(286)</sup> C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 810 ss. (spec. 812).

<sup>(287)</sup> Cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 813, la quale però precisa che tale interesse sarebbe senza dubbio sussistente qualora i giudizi di rating siano rilasciati da una delle agenzie di rating registrate, poiché esse sono ricomprese nell'ambito di applicazione del Regolamento n. 1060/2009, mentre costituirebbe un indice della meritevolezza dell'interesse leso qualora la condotta dannosa sia posta in essere da un'agenzia non registrata. Si rammenta, per ragioni di chiarezza, che l'Autrice scriveva quando ancora il Regolamento n. 1060/2009 non prevedeva espressamente la responsabilità delle agenzie di rating. Alla luce delle più recenti modifiche, come si afferma nel testo, non pare potersi



emerso in occasione dell'esame delle fattispecie di responsabilità che tutelano l'affidamento degli investitori sulle informazioni diffuse al mercato.

In sintesi, dunque, secondo la ricostruzione interpretativa qui prospettata, alle disposizioni che più direttamente tutelano l'affidamento degli investitori nei confronti di soggetti che professionalmente diffondono informazioni (al mercato) si aggiungono quelle in materia di buon funzionamento e trasparenza del mercato, con il risultato che, a maggior ragione, stante anche la natura in parte pubblicistica degli interessi che tali norme tutelano, dovrebbe riconoscersi la prevalenza delle ragioni dell'investitore rispetto a quelle dell'agenzia di rating. Il danno sembra, pertanto, ingiusto sotto più profili. Da un lato, l'ordinamento italiano ha talvolta espressamente riconosciuto la responsabilità di soggetti che diffondono informazioni inesatte al mercato, mentre, dall'altro lato, tali fattispecie di responsabilità si inquadrano nel più generale disegno del legislatore europeo di tutelare il regolare funzionamento dei mercati <sup>(288)</sup>, fine che, nel caso di specie, sarebbe fortemente pregiudicato se gli investitori non potessero far valere il mancato rispetto delle prescrizioni poste a presidio di tale interesse nei confronti dei destinatari della regolazione e, dunque, di operatori professionali del mercato come le agenzie di rating. L'analisi della normativa europea in materia di regolazione e funzionamento dei mercati finanziari consente, dunque, di attribuire preminente rilievo all'interesse – caratterizzato da una dimensione pubblicistica – al corretto svolgimento delle negoziazioni, rispetto a ogni interesse di natura privata che con l'obiettivo della regolazione si ponga in contrasto.

In questo senso, anche a non voler ritenere che la previsione contenuta nell'art. 35-*bis* costituisca un sufficiente appiglio per ravvisare l'ingiustizia del danno da rating, nel nostro ordinamento vi sono comunque numerose disposizioni poste a presidio di analoghi interessi, dalle quali potrebbe desumersi l'ingiustizia del danno da rating strettamente inteso. Da una parte, infatti, l'interesse dell'investitore a non essere sviato nelle proprie scelte di investimento è riconosciuto e tutelato dalle disposizioni normative che prevedono le varie forme di responsabilità da diffusione di informazioni inesatte, e, dall'altro,

---

dubitare che sussista un interesse all'ottenimento di giudizi di rating corretti e affidabili in capo all'investitore, senza doversi distinguere tra agenzie di rating registrate e non. Secondo l'opinione richiamata, in assenza della registrazione, le agenzie avrebbero comunque potuto sostenere di operare in un regime di informazione libero. Tuttavia non pare che dal mero fatto della mancata registrazione possa essere fatta derivare una conseguenza così pregiudizievole per l'investitore: basterebbe infatti che l'agenzia non chieda la registrazione per poter essere esentata dalla forma di responsabilità in parola.

<sup>(288)</sup> In tal senso sembra doversi leggere l'osservazione di Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 470; in *Danno e resp.*, cit., 185. Secondo la Corte, infatti, «che l'affidamento incolpevole nella veridicità delle risultanze provenienti dal rating sia meritevole di tutela, è desumibile anche dalla normativa comunitaria volta a tutelare la trasparenza del mercato finanziario, attraverso la predisposizione di regole che debbono garantire l'integrità delle informazioni sugli strumenti finanziari». Particolarmente significativa al riguardo, sia pure in un caso di responsabilità da prospetto, è inoltre Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, in *Soc.*, 2011, 411, con nota di A. ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*; in *Giur. it.*, 2011, 289 (s.m.), con nota di M. RIZZUTI, *Responsabilità da prospetti e culpa in contrahendo*; in *Danno e resp.*, 2011, 621, con nota di G. AFFERNI, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*; in *Corr. giur.*, 2011, 359, con nota di V. SANGIOVANNI, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*; in *La Responsabilità Civile*, 2012, 801, con nota di A. ZANARDO, *La Suprema Corte si pronuncia sulla responsabilità "da prospetto"*; in *Giust. civ. mass.*, 2010, 892; disponibile anche su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) e in banca dati *dejure*. La corte infatti afferma che «[s]e il legislatore prescrive che il prezzo al quale la domanda e l'offerta si incontrano sul mercato sia determinato in base ad un complesso di informazioni che debbono essere correttamente fornite dall'offerente al mercato stesso, l'alterazione del prezzo conseguente alla non correttezza di tali informazioni e la circostanza che, di conseguenza, l'incontro tra l'offerta e la domanda sia avvenuto ad un livello di prezzo diverso da quello che prevedibilmente si sarebbe avuto in caso di informazione corretta, *integra di per sé un danno ingiusto per l'aderente alla sollecitazione*» (*enfasi aggiunta*).

numerose sono le disposizioni volte a tutelare il buon funzionamento del mercato, la corretta formazione dei prezzi e il buon andamento delle negoziazioni <sup>(289)</sup>. Pertanto, nonostante debba oggi ritenersi superato il problema dell'accertamento dell'ingiustizia del danno da rating, alla luce dell'esistenza di una disposizione che ne sancisce chiaramente la risarcibilità (art. 35-*bis*, Regolamento CE n. 1060/2009), la quale consente – in ogni caso e a prescindere dalla sua applicabilità al caso concreto – di qualificare come ingiusto il danno patito dall'investitore; l'ingiustizia del danno potrebbe comunque esser fatta derivare dall'esistenza, nel nostro ordinamento, di altre fattispecie di responsabilità per diffusione di informazioni finanziarie inesatte, sia sul mercato finanziato che al di fuori di esso, e, più in generale, nell'ottica del diritto dei mercati finanziari, tenendo presente le finalità della regolazione di settore e, più precisamente, l'esigenza di garantire il mantenimento di mercati liquidi ed efficienti.

La correttezza dell'informazione diffusa sui mercati finanziari sembra peraltro costituire oggetto di un autonomo interesse meritevole di tutela, atto a giustificare il ricorso al rimedio civilistico, unitamente alla (e talvolta a prescindere dalla) libertà contrattuale dell'investitore, in ragione delle dimensioni di mercato in cui la contrattazione ha luogo.

## **2.5. Efficacia dei *disclaimer* nella delimitazione del perimetro della responsabilità dell'agenzia di rating.**

La risarcibilità del danno da rating non pare poter essere esclusa nemmeno dalla presenza di c.d. *disclamer*, ossia di clausole di esonero o limitazione della responsabilità che generalmente le agenzie di rating diffondono unitamente ai propri giudizi, ribadiscono nel proprio sito internet e comunque includono nei *terms and conditions* all'utilizzo della parte riservata del sito medesimo.

Al riguardo la disciplina europea introdotta dal Regolamento UE n. 462/2013 opera un rinvio alle rilevanti disposizioni nazionali, salvo tuttavia precisare che non può in nessun caso ammettersi una totale esclusione della responsabilità. L'art. 35-*bis*, par. 3, Regolamento CE n. 1060/2009, prevede infatti che «la responsabilità civile delle agenzie di rating del credito di cui al paragrafo 1 è limitata in via preventiva unicamente nei casi in cui tale limitazione sia: a) ragionevole e proporzionata; e b) consentita dal diritto nazionale applicabile, in conformità del paragrafo 4» (cfr. comma 1) e, in particolare, che «le limitazioni non conformi al primo comma o le esclusioni della responsabilità civile sono prive di effetti giuridici» (cfr. comma 2) <sup>(290)</sup>, adottando, quindi, una soluzione maggiormente permissiva rispetto a quella fatta propria dalla proposta di regolamento del

---

<sup>(289)</sup> Sul punto si veda *infra*, capitolo 4, § 1.1.

<sup>(290)</sup> L'introduzione di una disposizione concernente le limitazioni di responsabilità delle agenzie di rating costituisce la risposta a un'esigenza sollevata da tempo dal Comitato economico e sociale europeo. Il Comitato economico e sociale europeo, nel *Parere in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating*, (2009/C 277/25), del 13 maggio 2009, pubblicato in gazzetta ufficiale il 17 novembre 2009, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>, punto 4.3., p. 7, invitava la Commissione europea a «occuparsi della questione della dichiarazione di esclusione della responsabilità (*disclaimer*)» nella sua formula tipica del «chiunque utilizzi le informazioni qui contenute non dovrebbe basarsi sulle valutazioni del merito di credito, o su qualsiasi parere qui espresso per le proprie decisioni di investimento». Il parere invitava, pertanto, la Commissione a prevedere l'obbligo per le agenzie di rating di assumersi la responsabilità dei rating assegnati. Tale previsione fu però introdotta, come si è ricordato, solo con il Regolamento UE n. 462/2013.

15 novembre 2011, che riteneva in ogni caso inefficaci anche le semplici limitazioni della responsabilità delle agenzie di rating <sup>(291)</sup>.

Allo stato attuale, dunque, le uniche sicure indicazioni provenienti dal legislatore europeo con riferimento ai *disclaimer* delle agenzie di rating sono nel senso di ammettere le limitazioni della responsabilità delle agenzie di rating, *se ragionevoli e proporzionate*, in conformità alle regole e ai principi del singolo ordinamento giuridico considerato, e di escludere, in radice, e anche in presenza di disposizioni interne contrastanti, l'ammissibilità di un totale esonero da responsabilità.

La prima questione da affrontare, alla luce della soluzione adottata dal legislatore europeo, per la parte non direttamente disciplinata dall'art. 35-*bis*, par. 3, è, dunque, quella dell'applicabilità ai *disclaimer* delle agenzie di rating delle regole e dei principi vigenti all'interno dei singoli ordinamenti nazionali. Con specifico riferimento all'ordinamento italiano, il problema esaminato riguarda, pertanto, la possibilità di escludere o limitare convenzionalmente la responsabilità extracontrattuale <sup>(292)</sup> – posto che tale natura avrebbe la responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti del pubblico degli investitori – e, principalmente, l'applicabilità alle agenzie di rating dell'art. 1229 c.c., norma che prevede, in materia di responsabilità da inadempimento di obbligazioni, la nullità di qualsiasi patto volto a escludere o a limitare preventivamente la responsabilità del debitore per dolo o colpa grave, così come la nullità di ogni patto preventivo di esclusione o limitazione di responsabilità per il caso in cui il fatto del debitore o dei suoi ausiliari costituisca violazione di una norma di ordine pubblico.

Al riguardo, la dottrina che si è occupata del tema sembra aver abbandonato la recisa opinione, risalente al periodo di vigenza del codice civile del 1865, della nullità per violazione di norme di ordine pubblico delle clausole di esonero o limitazione della responsabilità extracontrattuale, fondata sulla convinzione che tutte le regole governanti la responsabilità da fatto illecito assurgessero al rango di norme di ordine pubblico <sup>(293)</sup>.

---

<sup>(291)</sup> Come ricordato nel testo, anche la proposta di regolamento del 15 novembre 2011 conteneva una previsione in materia di esclusione o limitazione convenzionale della responsabilità, in base alla quale «la responsabilità civile di cui al paragrafo 1 non può essere esclusa o limitata a priori grazie ad un accordo. Eventuali clausole in tali accordi che escludono o limitano la responsabilità civile a priori sono nulle e prive di effetto» (cfr. il testo dell'art. 35-*bis*, par. 5, come risultante dalla proposta). A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 84, osserva al riguardo che la regola aveva l'obiettivo di rendere nulle le eventuali esclusioni di responsabilità inserite nei *subscription agreements*, ossia negli nelle condizioni contrattuali accettate dagli investitori per ottenere l'accesso alla sezione riservata del sito internet dell'agenzia di rating.

<sup>(292)</sup> Nel caso in cui, infatti, sia sussistente un rapporto obbligatorio tra agenzia di rating e investitore, è pacifica l'ammissibilità di limitazioni convenzionali della responsabilità derivante dall'inadempimento degli obblighi nascenti da tale rapporto. Ad esse si applicherebbe sicuramente il disposto di cui all'art. 1229 c.c. In argomento si veda, ad esempio, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 136 s. Tuttavia, posto che nei servizi di rating non vengono in gioco interessi personali relativi all'integrità fisica o morale o alla famiglia del creditore/investitore, è improbabile che le limitazioni convenzionali della responsabilità vengano ritenute nulle ai sensi del secondo comma di tale norma. Considerato, invece, che tali *disclaimer* sono solitamente inseriti nei *terms and conditions* del sito, i quali a loro volta possono considerarsi condizioni generali di contratto, secondo l'Autore citato ai fini della loro validità sarebbe necessaria la specifica approvazione scritta ai sensi dell'art. 1341, comma 2, c.c. In argomento si veda anche F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di sollicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 226 ss., secondo il quale nel caso di contratto concluso via internet tra l'agenzia e l'investitore, «resta difficile riconoscere efficacia ai sensi dell'art. 1341, comma 2, c.c. all'approvazione del *disclaimer* avvenuta mediante un apposito *click del mouse*».

<sup>(293)</sup> La tesi della nullità, affermata nel vigore del codice civile del 1865, e in parte ripresa anche in seguito, è ricordata da G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità*, in *Danno e resp.*, 1998, 853 s.; ID., *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile. Studio di diritto comparato*, Milano, 1984, 216.

L'allontanamento da tale opinione tradizionale è avvenuto in favore di una posizione maggiormente composita, che distingue a seconda che la responsabilità *ex art.* 2043 c.c. sia volta a tutelare valori superiori e inalienabili, nel qual caso sarebbe giustificata la sanzione della nullità, o sia volta a tutelare valori patrimoniali e disponibili del potenziale danneggiato, con la conseguente ammissibilità delle limitazioni convenzionali delle conseguenze risarcitorie dell'illecito extracontrattuale <sup>(294)</sup>; opinione che, in quest'ultimo caso, guarda con favore all'applicabilità analogica, anche in ambito aquiliano, dell'art. 1229 c.c. <sup>(295)</sup>

Pare, dunque, potersi fare ricorso all'art. 1229 c.c. quale norma di riferimento del nostro diritto interno anche per quanto riguarda le clausole di limitazione della responsabilità (extracontrattuale) delle agenzie di rating. Saranno le regole tratte da tale disposizione e la riflessione giuridica su di esse sviluppatasi a guidare il giudice nel valutare se la limitazione della responsabilità dell'agenzia possa considerarsi ammissibile, ragionevole e proporzionata e, pertanto, legittima.

In questo senso, dunque, le indicazioni ricavabili dall'art. 1229 c.c. sulla illegittimità delle clausole limitative della responsabilità nei casi di dolo o colpa grave e sulla illegittimità delle clausole di esonero o limitazione della medesima per i casi in cui il fatto (illecito) costituisca violazione di una norma di ordine pubblico, possono costituire i criteri di ammissibilità interni e di ragionevolezza e proporzione cui fa riferimento l'art. 35-*bis*, par. 3, onde guidare l'eventuale vaglio del giudice.

A ciò si potrebbe aggiungere un ulteriore approdo interpretativo della dottrina relativo all'applicazione dell'art. 1229 c.c. in ambito extracontrattuale. Pare esservi, infatti, con qualche eccezione, un generale accordo sulla necessità che la clausola di esonero o limitazione della responsabilità – sia essa contrattuale o extracontrattuale – sia oggetto di un espresso patto in tal senso. Una volta ammessa la possibilità di introdurre limitazioni convenzionali alla responsabilità da fatto illecito, non parrebbe potersi prescindere dall'accordo tra potenziale danneggiante e danneggiato avente ad oggetto, appunto, gli effetti e le conseguenze risarcitorie del verificarsi dell'illecito, futuro ed eventuale al momento della pattuizione. Più precisamente, specie per quanto riguarda le clausole di *esonero*, vi è un generale accordo tra gli interpreti circa l'inefficacia delle medesime nei confronti di soggetti terzi rispetto alle parti contrattuali <sup>(296)</sup>.

Le condizioni di ammissibilità previste dal nostro ordinamento per il valido operare delle clausole di esonero o limitazione della responsabilità possono dunque così sintetizzarsi: l'esonero o la limitazione sono ammessi solo se (i) hanno ad oggetto la responsabilità per colpa lieve del danneggiante; (ii) il fatto del danneggiante non costituisce

---

<sup>(294)</sup> G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità*, cit., 854 e 857. Già in ID., *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile. Studio di diritto comparato*, cit., 11, l'Autore osservava che «l'inderogabilità attribuita e/o posseduta nel nostro ordinamento dalla responsabilità extracontrattuale non pare essere così assoluta».

<sup>(295)</sup> Tra le prime sentenze a consentire l'applicazione dell'art. 1229 c.c. anche in ambito extracontrattuale, si vedano Cass., 3 luglio 1968, n. 2240, in *Foro it.*, 1968, I, 2468; Trib. Roma, 11 luglio 1979, in *Giur. it.*, 1980, I, 2, c. 618. In argomento si veda anche C. CASTRONOVO, *La responsabilità civile in Italia al passaggio del millennio*, in *Europa e diritto privato*, 2003, 143, il quale ricorda che il diritto alla salute e i diritti della persona sono assoluti e operanti anche nei rapporti tra privati; G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile. Studio di diritto comparato*, cit., 273 e 282 s.; ID., *Le clausole di esonero dalla responsabilità*, cit., 856 ss.

<sup>(296)</sup> In tal senso, ad esempio, G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile. Studio di diritto comparato*, cit., 248 s.

violazione di una norma di ordine pubblico; e (iii) esiste una pattuizione in tal senso tra il potenziale danneggiante e il potenziale danneggiato.

Considerato che, ai sensi dell'art. 35-*bis*, par. 3, non può ritenersi in nessun caso ammissibile una *totale esclusione* della responsabilità dell'agenzia di rating, tali condizioni troveranno in concreto applicazione esclusivamente con riferimento a esoneri parziali o semplici limitazioni della responsabilità medesima, per i quali, la norma europea richiamata prescrive il solo limite della ragionevolezza e della proporzionalità.

Ebbene, ciò posto, a un più attento esame ci si accorge che l'applicazione delle regole dettate dall'art. 1229 c.c. ai casi di limitazione convenzionale della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori porta, nei fatti, all'inefficacia di (quasi) ogni possibile clausola.

Dato che la configurabilità di una responsabilità per colpa lieve è esclusa in radice dall'art. 35-*bis*, par. 1, l'applicabilità al caso in esame del diritto nazionale italiano e dei limiti di ammissibilità posti dall'art. 1229 c.c., che consente le limitazioni di responsabilità solamente se aventi ad oggetto la responsabilità per colpa lieve (a patto che, ovviamente, non vengano violate norme di ordine pubblico), sembra, all'atto pratico, escludere ogni spazio, o quasi, per l'operatività concreta, nel nostro ordinamento, delle clausole limitative della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori. In altre parole, considerato che il nostro ordinamento consente esclusivamente esclusioni o limitazioni della responsabilità per colpa lieve, e che l'agenzia di rating risponde solamente per dolo o colpa grave, non residua, nei fatti, alcuno spazio rilevante per l'ammissibilità di clausole quali quelle anzidette <sup>(297)</sup>.

In sintesi, i *disclaimer* dell'agenzia di rating, qualora abbiano ad oggetto un totale esonero dalla responsabilità, debbono ritenersi inammissibili in forza di quanto previsto dall'art. 35-*bis*, par. 3. La medesima soluzione sembrerebbe discendere anche dalla mera applicazione del nostro diritto interno, che vietando l'esonero da responsabilità per dolo o colpa grave, implicitamente esclude la possibilità che vi sia un esonero totale dalla responsabilità. Per quanto riguarda invece le clausole semplicemente limitative della responsabilità, il rinvio che il legislatore europeo opera alle regole vigenti in ciascun ordinamento nazionale, consente, nel nostro ordinamento, di fare ricorso alle regole e ai principi elaborati in relazione all'art. 1229 c.c. Per tale ragione, la liceità di tali limitazioni dipende dalla conformità ai principi di ordine pubblico nazionale e dal loro oggetto, non potendo riguardare in nessun caso la responsabilità per dolo o colpa grave. Il diritto italiano consente infatti di limitare preventivamente la sola responsabilità per colpa lieve, a patto che il fatto illecito non costituisca violazione di una norma di ordine pubblico; tuttavia, essendo la responsabilità per colpa lieve già esclusa a priori dall'art. 35-*bis*, par. 1, Regolamento CE n. 1060/2009, i margini per l'operatività in concreto delle anzidette clausole sono estremamente ridotti.

---

<sup>(297)</sup> Sul punto è necessaria, tuttavia, un'ulteriore precisazione. Secondo quanto si dirà più approfonditamente in seguito (cfr. § 3.1. del quinto capitolo), un'interpretazione dell'art. 35-*bis*, par. 1, che non si fermi al dato letterale e che tenga conto, da un lato, degli obiettivi perseguiti dal legislatore europeo, così come enunciati nei considerando al Regolamento UE n. 462/2013, e, dall'altro, della riflessione giuridica italiana in merito alla previsione, per certi versi analoga, di cui all'art. 2236 c.c., condurrebbe al riconoscimento di un ambito di rilevanza, seppur limitato, della colpa lieve nella materia della responsabilità dell'agenzia di rating, in relazione al quale potrebbe, dunque, ammettersi un esonero o una limitazione della responsabilità ai sensi dell'art. 1229 c.c.

I *disclaimer* delle agenzie di rating, che generalmente assumono la formula di una clausola di *esonero* da responsabilità di tipo «onnicomprensivo» (<sup>298</sup>), sono, dunque, considerati, sia dal legislatore europeo che da quello italiano, totalmente privi di effetti. Più precisamente, ogni pattuizione destinata a escludere del tutto la responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori è inefficace, alla luce della normativa europea richiamata, ed è addirittura nulla, secondo quanto prevede il diritto nazionale interno, in forza della previsione contenuta all'art. 1229 c.c.

A ciò si aggiunga che, di regola, salvi i casi di *subscription* al sito internet dell'agenzia, mancherebbe tra agenzia e investitore quel rapporto diretto che consentirebbe la

---

(<sup>298</sup>) Come ricorda G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile. Studio di diritto comparato*, cit., 247, sono clausole di esonero onnicomprensive quelle che nella sostanza mirano «ad esonerare “completamente” una delle due parti contrattuali da ogni possibile conseguenza ricollegabile al suo diretto comportamento o alla *res*, possibile oggetto del contratto». Analogamente, in un successivo lavoro, ID., *Le clausole di esonero dalla responsabilità*, cit., 855. È evidente che i *disclaimer* pubblicati sui siti internet delle agenzie di rating possano ben rientrare all'interno di tale definizione. Sul sito internet di Standard & Poors', ad esempio, è disponibile per la lettura un lungo *disclaimer* (consultabile su <http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DDisclaimer+in+italiano.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1244255289005&blobheadervalue3=UTF-8>), nel quale, tra l'altro, si precisa che «in nessun caso le Parti S&P potranno essere ritenute responsabili nei confronti di alcuna parte per danni, siano essi diretti o indiretti, costi (inclusi quelli legali), spese, o qualsivoglia altra fonte di nocumento o perdita (ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo, perdite di guadagno o di profitto, perdita di opportunità, ovvero qualunque altro danno derivante da condotte colpose) connessi a qualsivoglia utilizzo dei Contenuti [n.d.A. i Contenuti includono, ai sensi della definizione fornita dallo stesso *disclaimer*, i rating, le analisi e i dati relativi al credito, le valutazioni, i modelli, i *software*, le altre applicazioni e i loro output]. Le analisi relative al credito, così come le altre analisi, compresi i rating, e le dichiarazioni presenti nei Contenuti esprimono opinioni con valenza alla data del loro rilascio e in nessun caso intendono assurgere alla rappresentazione di fatti. Le opinioni, analisi e decisioni di riconoscimento dei rating di S&P (come di seguito descritte) non rappresentano raccomandazioni di acquistare, ritenere, o vendere qualsivoglia titolo o a assumere decisioni d'investimento e non riguardano l'idoneità di alcun titolo. S&P declina ogni obbligo di aggiornare i Contenuti dopo la pubblicazione in qualsiasi forma o formato. L'utente non dovrà basare sui Contenuti le proprie decisioni di investimento e i Contenuti non potranno sostituire le competenze, il giudizio e l'esperienza dell'utente, degli organi direttivi, dei dipendenti, dei consulenti e/o clienti dello stesso in caso di assunzione di decisioni di investimento o altre decisioni aziendali. S&P non interviene in veste di fiduciaria o di consulente per gli investimenti, salvo ove abbia espressamente assunto tale qualifica. Sebbene S&P abbia ottenuto le informazioni da fonti che ritiene affidabili, S&P non accetta alcuna responsabilità, né assume alcun impegno di “due diligence” o di verifica, di qualsivoglia informazione ricevuta». Il testo del *disclaimer* di Standard & Poor's richiama alla mente la disposizione contenuta all'art. 8, par. 2, Regolamento CE n. 1060/2009, modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, che precisa al riguardo che «l'agenzia di rating del credito emette rating e prospettive di rating stabilendo che il rating rappresenta il parere dell'agenzia di rating del credito ed è opportuno farvi affidamento entro certi limiti». Tale disposizione, che di primo acchito sembrerebbe in conflitto con l'art. 35-*bis*, par. 3, del medesimo regolamento, nella parte in cui prevede l'inefficacia delle clausole di esonero della responsabilità dell'agenzia di rating, in realtà è da leggersi unitamente al par. 1 del medesimo articolo, che si limita a richiedere, ai fini della sussistenza del diritto al risarcimento, che l'investitore si sia *ragionevolmente* affidato al giudizio di rating nell'assunzione della propria scelta di investimento o disinvestimento. In questo senso, dunque, si comprende la previsione dell'art. 8, par. 2, Regolamento CE n. 1060/2009, che lungi dal costituire un implicito riconoscimento delle ragioni delle agenzie di rating, esposte solitamente nei *disclaimer*, si limita a riaffermare la necessità che l'investitore impieghi la dovuta diligenza nell'utilizzo delle valutazioni sul merito di credito, nell'ottica più generale, fatta propria dal regolamento, di disincentivare i comportamenti di affidamento «automatico» ai voti di rating. Del resto, inoltre, a una lettura più attenta del testo del *disclaimer* di Standard & Poor's, emerge, più che un'enfasi verso la diligente assunzione di scelte di investimento da parte dei singoli, la volontà di escludere ogni responsabilità concernente i giudizi di rating e il loro utilizzo.

pattuizione di una clausola limitativa della responsabilità e che, come si è ricordato, è presupposto generalmente riconosciuto per il legittimo operare di dette clausole. Del resto, altrimenti opinando, si rischierebbe, nel caso in esame, l'assurdo di ammettere l'efficacia di *disclaimer* totalmente unilaterali da parte delle agenzie di rating che potrebbero, in tal modo, significativamente ridurre il rischio di responsabilità nei confronti degli investitori <sup>(299)</sup>.

È pur vero che alcuni sembrano propensi ad ammettere la possibilità che una clausola di limitazione della responsabilità produca i propri effetti, nei limiti di cui all'art. 1229 c.c., anche nei confronti di soggetti terzi rispetto alle parti contrattuali che, tuttavia, si trovino con queste in un rapporto di sufficiente prossimità <sup>(300)</sup>, senza necessità – sembrerebbe – che tali soggetti prendano parte all'accordo in questione. Tuttavia, può escludersi con sicurezza che una pattuizione tra debitore e creditore sia in grado di produrre l'effetto consistente nella esclusione o limitazione della responsabilità per i danni derivanti a un terzo dall'inadempimento dell'obbligazione dedotta in contratto, in ragione dell'esclusiva efficacia tra le parti delle pattuizioni contrattuali (art. 1372 c.c.). Inoltre, pare evidente che un tale «contatto» o «collegamento» non sarebbe comunque ravvisabile tra l'agenzia di rating e l'investitore, proprio in ragione del fatto che l'identità di quest'ultimo è per lo più ignota all'agenzia. I casi in cui potrebbe ravvisarsi un tale «collegamento» sembrano piuttosto riconducibili all'accettazione dei *terms and conditions* del sito internet dell'agenzia da parte dell'investitore al momento dell'accesso alla sezione riservata del sito. Tuttavia, come si è già ricordato (si veda *supra*, § 2.2. di questo capitolo, nota 259), in tale ipotesi si sarebbe piuttosto in presenza di un vero e proprio rapporto obbligatorio tra agenzia di rating e investitore, in relazione al quale sarebbe pacifica non soltanto l'ammissibilità concettuale di una clausola di limitazione della responsabilità, ma anche l'applicabilità dell'art. 1229 c.c.

---

<sup>(299)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 116 e 191, esclude la praticabilità di *disclaimer* unilaterali con riferimento alla responsabilità da prospetto dell'emittente e in particolare con riferimento alla garanzia per vizi ravvisata nella dichiarazione di responsabilità prevista dalla formulazione allora vigente dell'Allegato 1B al Regolamento Emittenti, alla luce del fatto che una tale convenzione, derogativa della disciplina legale, non potrebbe che richiedere l'accordo tra le parti. Un'interpretazione analoga si è affermata con riferimento alle clausole di esonero da responsabilità della Consob che venivano comunicate al mercato in sede di pubblicazione del prospetto. Cfr. al riguardo App. Milano, 21 ottobre 2003, in *Corr. giur.*, 2004, 933, con nota di A. TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, I, 203, con nota di E. LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob*, e di B. ANDÒ, *Nesso di causalità fra omessa vigilanza e danno risentito dagli investitori. Criteri di qualificazione del danno*. La Corte ha ritenuto nulle le «clausole con le quali la Consob aveva ritenuto in sede di pubblicazione del prospetto, di autoesentarsi dalle responsabilità derivanti dalla inosservanza degli obblighi di legge e, tra questi, di quello afferente il controllo di veridicità dei dati esposti nel prospetto stesso», riprendendo l'analoga posizione espressa da Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca borsa tit. credito*, 2002, II, 10, con nota di A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità della Consob*; in *Giust. civ.*, 2001, 907, con nota di G. GIACALONE, *Prospetto non veritiero e responsabilità della Consob*; in *Soc.*, 2001, 565, con nota di P. ANELLO – S. RIZZINI BISINELLI, *Responsabilità della Consob per omissione di vigilanza e risarcibilità del danno*; in *Foro it.*, 2001, I, c. 1139, con nota di A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*.

<sup>(300)</sup> In tal senso si veda, ad esempio, A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 229 s., che, nella categoria professionale degli analisti finanziari, ricomprende anche le agenzie di rating. A certe condizioni ammette, quantomeno a livello concettuale, la possibilità di concepire delle clausole di limitazione della responsabilità extracontrattuale, anche G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile. Studio di diritto comparato*, cit., 214. Secondo l'Autore citato tra tali condizioni figura infatti l'esistenza di una situazione di fatto, generalmente riconducibile a un collegamento tra danneggiante e danneggiato, tale da permetterne l'esistenza di una pattuizione volta a limitare le conseguenze risarcitorie dell'illecito extracontrattuale.

Sulla base di tale considerazioni, può, dunque, concordarsi con l'opinione di chi ha affermato che, anche con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating, un'eventuale esclusione o limitazione della responsabilità dell'agenzia sarebbe ammissibile soltanto se prevista nell'ambito di un accordo negoziale tra le parti, e comunque nei limiti posti dall'art. 1229 c.c. <sup>(301)</sup>. L'esclusione totale della responsabilità si profila come illegittima sia sotto il profilo della disciplina europea, sia alla luce delle regole e dei principi del nostro diritto interno, mentre, un'eventuale limitazione della responsabilità anche al caso di dolo o colpa grave – posto che non rileva la colpa lieve dell'agenzia – risulterebbe in aperta violazione delle disposizioni poste dall'art. 1229 c.c.

---

<sup>(301)</sup> Così C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 829, secondo la quale i *disclaimer* unilaterali ad opera delle agenzie di rating potrebbero essere considerati nulli per violazione di norme di ordine pubblico ai sensi dell'art. 1229, c. 2, c.c., poiché contrari all'interesse di rilevanza generale alla stabilità del mercato tutelato in primo luogo dal Regolamento CE n. 1060/2009. Ritiene applicabile ai *disclaimer* effettuati dalle agenzie di rating l'art. 1229 c.c. anche P. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, cit., 1454.



**RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO E RESPONSABILITÀ PER LA  
DIFFUSIONE DI GIUDIZI DI RATING INESATTI SUL MERCATO.  
INTERESSI TUTELATI, MERCATO FINANZIARIO E  
PLURISOGGETTIVITÀ**

SOMMARIO: Sezione I – Le agenzie di rating quali *gatekeeper* atipici del mercato finanziario. – 1. I giudizi di rating nell’ambito della disciplina della diffusione delle informazioni sul mercato finanziario. – 1.1. La correttezza dell’informazione al mercato finanziario come interesse meritevole di tutela. – 1.2. La diffusione di giudizi sul merito di credito nel mercato finanziario. La funzione svolta dalle agenzie di rating. – 1.2.1. Attività e obblighi delle agenzie di rating. – 1.2.1.1. (*Segue*) L’assenza di obblighi investigativi e di doveri di controllo nei confronti degli emittenti. – 1.2.2. Le agenzie di rating quali *gatekeeper* atipici del mercato finanziario. – Sezione II – La responsabilità da prospetto dell’agenzia di rating. – 2. Profili introduttivi. – 2.1. La responsabilità da prospetto dell’agenzia di rating. – 2.2. L’inclusione dei giudizi di rating nel prospetto informativo e nei documenti d’offerta. – 2.2.1. (*Segue*) I rating nei prospetti d’offerta, nei prospetti di quotazione e nei documenti d’offerta e i casi in cui il prospetto dà atto dell’assenza di un giudizio di rating. – 2.3. Considerazioni in merito al contributo fornito dall’agenzia di rating nella predisposizione del prospetto e del documento d’offerta. Le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto. – 2.4. Considerazioni in merito all’applicabilità dell’art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating. – 2.5. Offerta al pubblico di titoli strutturati. La responsabilità delle agenzie di rating per inclusione del giudizio di rating nei prospetti informativi relativi a prodotti finanziari originati da operazioni di cartolarizzazione. – 2.6. Profili di solidarietà passiva tra società emittente e agenzia di rating in caso di assunzione volontaria di responsabilità da parte della società emittente per la totalità delle informazioni contenute nel prospetto. – 2.7. L’ampiezza della responsabilità da prospetto dell’agenzia di rating. Considerazioni conclusive. – Sezione III – L’individuazione di un ambito di responsabilità specifico delle agenzie di rating. – 3. Profili di specificità della responsabilità delle agenzie di rating per valutazioni sul merito di credito non incluse nel prospetto informativo o nel documento d’offerta. – 4. Un tentativo di tipizzazione delle condotte illecite delle agenzie di rating alla luce degli obblighi di condotta e dei doveri previsti nella disciplina europea. – 5. Casi di responsabilità esclusiva delle agenzie di rating per l’emissione di giudizi errati sul merito di credito. – 6. Considerazioni in merito alla configurabilità di una responsabilità in capo ai singoli analisti e ai dipendenti dell’agenzia di rating che hanno elaborato il giudizio di rating errato o inesatto.

**Sezione I – Le agenzie di rating quali *gatekeeper* atipici del mercato finanziario.**

**1. I giudizi di rating nell’ambito della disciplina della diffusione delle informazioni sul mercato finanziario.**

È indubitabile che le valutazioni sul merito di credito di emittenti ed emissioni obbligazionarie svolgano un ruolo fondamentale nell’indirizzare le scelte di investimento di investitori istituzionali e non <sup>(302)</sup>.

Inoltre, sia nel caso in cui il giudizio di rating sia utilizzato, mediante riferimento, dalle normative in materia di solidità patrimoniale di banche e altri intermediari finanziari quale parametro per valutare il rispetto dei requisiti patrimoniali obbligatori e l’adeguatezza del patrimonio di vigilanza in rapporto all’esposizione al rischio, sia nel caso in cui i

---

<sup>(302)</sup> Il considerando (1) del Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, precisa, infatti, che «le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo importante sui mercati mobiliari e bancari mondiali giacché i loro rating del credito sono utilizzati dagli investitori, dai mutuatari, dagli emittenti e dai governi come elementi che contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti».

regolamenti interni di investitori istituzionali e fondi comuni di investimento prevedano, come requisito per l'acquisto di titoli, l'attribuzione di un rating superiore a una certa soglia, può forse riconoscersi anche un valore impropriamente detto «certificativo» ai giudizi di rating. Il rating, in questo senso, certificherebbe la conformità di una data decisione di investimento – della banca o del fondo comune di investimento – agli standard previsti dalla regolamentazione pubblica o interna a una data organizzazione<sup>(303)</sup>. Eppure, questa funzione dei giudizi di rating è destinata se non a scomparire, quantomeno a perdere di rilievo, nell'ottica di una progressiva diminuzione di importanza del valore regolamentare del rating a livello europeo di cui si fa portatore il Regolamento UE n. 462/2013, mentre sempre centrale è destinata a rimanere la sua funzione c.d. «informativa».

I giudizi di rating sono, in prima battuta, valutazioni sul merito di credito a carattere informativo, elaborate sulla scorta di dati, elementi e informazioni provenienti, innanzitutto, dal soggetto che fa appello al pubblico risparmio. In questo senso le agenzie sono «intermediarie dell'informazione», poiché, attraverso il servizio di rating, contribuiscono a ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato e dovute al fatto che «in condizioni normali i *managers* e gli azionisti di maggioranza conoscono meglio degli investitori le caratteristiche e i risultati attesi dell'impresa»<sup>(304)</sup>. Le società di rating fondano, infatti, i propri giudizi sia su informazioni già diffuse al mercato sia su informazioni non pubblicamente disponibili e, in questo senso, provvedono a rendere meglio noto al mercato il rischio di credito di un dato emittente o di una data emissione, rischio che, altrimenti, potrebbe non essere segnalato<sup>(305)</sup>. Il prodotto di un tale processo di intermediazione

---

<sup>(303)</sup> Al riguardo, particolarmente importante pare quanto osservato dal Parlamento europeo nella *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future*, (2010/2302(INI)). Il Parlamento europeo, infatti, ricorda che fino a quel momento, la legislazione aveva «affidato alle CRA un altro ruolo [n.d.A. un ruolo diverso da quello di mere intermediarie di informazioni]» che può essere classificato di «certificazione», riflettendo la crescente importanza dei rating rispetto ai requisiti patrimoniali obbligatori». Si segnala che l'utilizzo del termine «certificazione», nell'accezione cui si fa riferimento nel testo, accolta peraltro anche dalla ricordata risoluzione del Parlamento europeo, differisce dall'uso che sovente si fa del termine *certify* nella letteratura statunitense in materia di intermediari reputazionali. Si veda, a proposito, S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, cit., 934, che ricorda il caso delle agenzie di rating come esempio di un caso in cui gli intermediari reputazionali svolgono volontariamente un ruolo «certificativo», senza che questo sia legislativamente imposto. È evidente che si tratta di un ruolo solo impropriamente certificativo. L'uso del termine certificazione, nel campo che ci occupa, rischia, dunque, di essere fuorviante. L'attività certificativa di cui tratta l'Autore citato, consiste, infatti, più che in una certificazione vera e propria, in una segnalazione al mercato della qualità di un determinato credito e, pertanto, del merito creditizio di un debitore attuale o potenziale.

<sup>(304)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 2. Così anche M. RISPOLI FARINA, *Profilo evolutivo del ruolo del rating e prospettive di riforma*, cit., 300; S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, cit., 339; R. PATERNÒ, *Intervento*, cit., 400.

<sup>(305)</sup> Come osserva il Parlamento europeo nella *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future*, (2010/2302(INI)), «le CRA dovrebbero essere intermediarie dell'informazione, che riducono le asimmetrie dell'informazione nei mercati di capitali e facilitano l'accesso al mercato mondiale, riducono i costi dell'informazione e ampliano il parco potenziale di prenditori di credito e investitori, fornendo così liquidità e trasparenza ai mercati e contribuendo alla reperibilità dei prezzi». In questo senso si vedano anche R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, in 70 *Virginia L. Rev.* 459, 1984, 603 ss., secondo i quali le agenzie di rating contribuirebbero, mettendo in gioco la loro reputazione, a ridurre i costi di verifica delle informazioni presenti sul mercato da parte dei loro destinatari, svolgendo un ruolo importante in tutti i casi in cui per l'emittente sarebbe eccessivamente dispendioso segnalare la veridicità o affidabilità delle informazioni che lo riguardano. Più in generale, secondo gli Autori citati, la riduzione dei costi di informazione (costi relativi all'acquisizione, elaborazione e, specie per quanto qui di interesse, costi di verifica) sarebbe necessaria per una maggiore efficienza del mercato finanziario, proprio perché «market efficiency is a function of information costs, then economizing on information costs pushes the capital market in the direction of greater efficiency» (*ivi*, 597).

informativa è, appunto, il giudizio di rating; giudizio che non costituisce, agli occhi del mercato, una semplice sintesi di dati eteronomi, ma rappresenta esso stesso un dato informativo ulteriore ai fini dell'assunzione di decisioni di investimento consapevoli <sup>(306)</sup>.

Nonostante da più parti si sia sostenuto che il valore informativo del rating sarebbe progressivamente diminuito – a beneficio dalla maggiore capacità segnaletica di altri strumenti di mercato quali i *credit-default swap* – a partire dalla metà degli anni '70 del secolo scorso, quando da un *investor-pays model* si è passati a un *issuer-pays model*, quando la legislazione e la regolamentazione, in primo luogo statunitense, hanno cominciato a fare riferimento ai giudizi di rating in funzione di *benchmark* nelle norme in materia di vigilanza prudenziale e quando le agenzie di rating hanno iniziato a fornire servizi di «consulenza»,

---

<sup>(306)</sup> La Commissione europea, nella *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito* (2006/C 59/02) dell'11 marzo 2006, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu>, ha riconosciuto, del resto, che «è possibile che un rating costituisca di per sé un'informazione privilegiata [ai sensi della direttiva 2003/6/CE], in particolare quando l'agenzia di rating ha accesso a informazioni non pubbliche dell'emittente». G. FAUCEGLIA, *Intervento*, cit., 258, ricorda inoltre che «[i]l fatto che gli emittenti siano disposti a pagare per avere il rating e gli investitori siano disposti ad accettare tassi di interesse più bassi a fronte di livelli di rating più elevati, è sintomo della percezione che le agenzie forniscano preziose informazioni». In argomento cfr. anche F. ANNUNZIATA, *Lowering expectations on ratings: a comment on Claire Hill's and Bénédicte François' reports*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 70, secondo il quale «[r]ating agencies, in fact, essentially produce information for the market: valuable, highly valued information, but still, simply information». Si veda inoltre quanto osserva, più in generale, C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate. Atti del Convegno di Studio. Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 251, sulla valenza informativa dei prezzi di mercato. Egli sostiene che, poiché incorpora le informazioni presenti sul mercato, «il prezzo rappresenta esso stesso un'informazione» e «si potrebbe dire la sintesi delle informazioni» diffuse al mercato, nell'ovvio presupposto che si tratti di un mercato efficiente. È interessante notare che analoghe considerazioni possono essere svolte con riferimento ai giudizi di rating: il rating costituisce una sintesi di dati e informazioni raccolte e elaborate (ma non prodotte) dall'agenzia e, pur in presenza di un apporto valutativo da parte di quest'ultima – che, anzi, ne accresce il valore poiché proviene da un «esperto» –, costituisce esso stesso un'informazione. È interessante altresì ricordare la definizione di «informazione» fornita da R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, cit., 560 ss., in uno studio avente ad oggetto i meccanismi di efficienza del mercato, dove per efficienza si intende la capacità del mercato di riflettere prontamente le informazioni disponibili, e mediante il concetto di efficienza relativa si misura la velocità di reazione dei prezzi di mercato alla nuova informazione. Gli Autori citati precisano, nelle premesse del lavoro, che per informazione, nell'ambito dei mercati finanziari, può intendersi ogni dato in grado di modificare le credenze di ciascun soggetto che partecipa al mercato circa il prezzo appropriato da attribuire a un determinato *asset*. Sulla base di questa definizione generale potrebbe distinguersi tra *hard information* e *soft information*, dove la prima ricomprenderebbe ogni dato relativo a fatti conosciuti e la seconda farebbe riferimento a previsioni e stime future. Nel introdurre tale distinzione, gli Autori ricordano inoltre (*ivi*, 563) che «any change that new information induces in the forecast of future events also results in “new” information. A forecast that an event has fifty percent likelihood of occurrence is different information from one that projects a nearly certain probability of occurrence». In questo senso, proprio perché i giudizi di rating sono previsioni relative a un accadimento futuro, indicando appunto la probabilità di *default* relativa a un emittente o a una sua emissione di strumenti finanziari, e proprio perché la probabilità di *default* sembra una *soft information* in grado di incidere sul prezzo dello strumento finanziario, a maggior ragione dovrebbe affermarsi la natura di «informazione» non solo dei giudizi di rating, ma anche di ogni revisione di un giudizio emesso (che, nel pensiero degli Autori, sarebbe appunto *new information*) e di ogni eventuale *outlook* o cambiamento nelle prospettive di solvibilità dell'emittente che venga reso disponibile ai partecipanti al mercato. Per le ragioni appena indicate non può, dunque, condividersi l'opinione espressa da F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di sollicitudine o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 223, secondo il quale, partendo da una nozione di informazione che fa riferimento alla rappresentazione di un dato della realtà presente, i rating non potrebbero essere considerati informazioni vere e proprie, con la conseguenza che il regime di responsabilità applicabile alle agenzie non potrebbe essere modellato sulla scorta delle riflessioni in materia di responsabilità per diffusione di informazioni inesatte.

specie in relazione a operazioni di cartolarizzazione dei crediti <sup>(307)</sup>; parrebbe doversi continuare a sottolineare il preminente carattere informativo delle valutazioni pubblicate dalle agenzie.

Il riscontro del ridotto valore informativo di taluni giudizi di rating, rappresentato dal ritardo mostrato da alcune agenzie di rating nell'eseguire il *downgrade* delle valutazioni precedentemente emesse, potrebbe infatti spiegarsi con una semplice considerazione che non pare smentire il carattere informativo dei giudizi diffusi al mercato: le agenzie di rating, conscie delle ripercussioni sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente e sull'andamento del titolo sul mercato che un *downgrade* potrebbe avere, specie se al di sotto della soglia dell'*investment grade*, si sono talvolta mostrate restie a declassare il titolo qualora fosse prospettabile una ripresa e un miglioramento del merito creditizio dell'emittente (mentre i *credit-default swaps*, essendo uno strumento di mercato, presentano necessariamente maggiori oscillazioni).

Si tratta di una cautela adoperata in certe circostanze dalle agenzie di rating, coerente tuttavia con la prospettiva di medio-lungo periodo adottata dagli analisti nell'elaborazione dei giudizi e che persegue altresì l'obiettivo di non facilitare repentini mutamenti di prezzo del titolo in assenza di fattori che confermino con certezza l'aumento del rischio di credito associato a un determinato investimento finanziario.

Inoltre, deve ricordarsi che la funzione informativa del rating, anche qualora si ritenga che essa non sia sempre stata correttamente assolta in passato, sembra destinata a subire un deciso rafforzamento grazie agli ultimi interventi legislativi in materia, sia all'interno dell'Unione Europea che negli Stati Uniti, i quali mirano, infatti, a creare condizioni migliori per l'espletamento dell'attività di valutazione del merito di credito delle agenzie di rating, cercando di eliminare i riferimenti automatici ai giudizi di rating contenuti nella legislazione e nella regolamentazione di settore (che secondo alcuni ne minavano la capacità informativa), incentivando una maggiore ponderazione delle scelte di investimento da parte del pubblico degli investitori, fornendo una più puntuale regolazione dell'attività delle agenzie di rating in relazione alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti a beneficio della trasparenza nei confronti del mercato e dettando norme specifiche volte alla prevenzione e repressione dei conflitti di interesse, al fine di incrementare l'indipendenza delle agenzie di rating.

Quand'anche le agenzie di rating in passato non avessero effettivamente bene asservito la funzione di intermediare dell'informazione, è dunque evidente che al suo ripristino è orientata la nuova legislazione di settore, che riconosce nell'informazione del pubblico e nella riduzione delle asimmetrie informative una delle più pregnanti funzioni delle agenzie di rating <sup>(308)</sup>. Per tale ragione, pare assolutamente attuale un discorso intorno alla capacità informativa del rating.

---

<sup>(307)</sup> F. PARTNOY, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, *San Diego Legal Studies Paper No. 09-015*, 2009, cit., 3 ss., ritiene che il progressivo diffondersi del valore regolamentare del rating e il sempre maggiore coinvolgimento delle agenzie di rating nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti e nelle emissioni di prodotti finanziari strutturati a partire dagli anni '80 del secolo scorso abbiano portato a una diminuzione del rischio di perdita reputazionale da parte delle agenzie in caso di giudizi di rating inesatti. In sostanza, «[a]s rating agencies began rating substantially greater numbers of issuers and instruments, the resources expended per rating necessarily declined, and the cost of providing a rating became disconnected from the information gap between investors and issuers. Finally, the rating agencies' business became progressively more profitable, even as the informational value of their ratings declined».

<sup>(308)</sup> Si v. al riguardo l'osservazione di R. LENER – M. RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 355 s., i quali ritengono che «[i]l giurista – che pure legge con

In estrema sintesi, dunque, le agenzie di rating, salvo eccezioni potenzialmente generatrici di responsabilità, svolgono (o dovrebbero svolgere) un importante ruolo ai fini della trasparenza informativa del mercato poiché *raccogliono informazioni*, le elaborano e *producono e diffondono altre informazioni* – i giudizi di rating – che vengono quotidianamente utilizzate nelle negoziazioni di mercato. La disciplina dell'attività di rating è, dunque, in questo senso, una parte della disciplina dell'informazione al mercato.

Il carattere informativo del giudizio di rating dipende, inoltre, dal fatto che tale attività di elaborazione e valutazione di dati e elementi eteronomi è svolta da un soggetto esperto e competente in materia, che provvede a condensare l'analisi effettuata in giudizi sintetici espressi secondo simboli alfanumerici di immediata comprensione. Il giudizio di rating rappresenta, quindi, il parere professionale di un soggetto indipendente specializzato nella formulazione di valutazioni sul merito di credito <sup>(309)</sup> e, per tale ragione, ha per l'investitore un valore in sé, ulteriore rispetto alle informazioni che ne sono poste a fondamento <sup>(310)</sup>.

La regolamentazione dell'attività di rating è, quindi, riconducibile alla normativa in materia di trasparenza del mercato e, pertanto, la diffusione al pubblico di giudizi di rating errati è inquadrabile nell'ambito del più ampio problema della diffusione di informazioni inesatte al mercato. Ciò è, del resto, confermato anche da alcune considerazioni di carattere più generale.

La disciplina dell'informazione al mercato – nella sua espressione emblematica della pubblicazione del prospetto o del documento d'offerta, ma non solo – ha lo scopo di consentire agli investitori di assumere scelte di investimento o disinvestimento consapevoli, e, più in generale, di contribuire a creare un clima di fiducia nella correttezza delle informazioni diffuse al mercato e quindi nel buon funzionamento del mercato stesso, al fine di promuovere un efficiente sviluppo dei mercati finanziari <sup>(311)</sup>.

A fini analoghi è espressamente orientata anche la disciplina dell'attività di rating, a conferma del pregnante valore informativo dei giudizi e, più in generale, del fatto che la

---

interesse il serrato dibattito fra gli economisti sul grado di effettiva influenza del giudizio delle agenzie di *rating* sui prezzi degli strumenti finanziari, sull'effettivo valore aggiunto che le agenzie di *rating* danno al livello di informazione disponibile al mercato e in generale sui benefici che il mercato riceve dal loro operato – nel valutare opportunità e modi di un intervento regolatore deve prendere atto che i giudizi delle agenzie di *rating* hanno assunto, anche e soprattutto per scelte regolamentari, un impatto determinante sulla struttura dei mercati finanziari, sulla valorizzazione degli strumenti finanziari, sui comportamenti degli attori del mercato».

<sup>(309)</sup> Così, P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 512, il quale considera i giudizi di rating un «genus intermedio tra vera e propria attestazione e mera espressione di una opinione soggettiva, con riflessi precisi, ovviamente, sul piano della responsabilità».

<sup>(310)</sup> In tal senso sembra anche la Risoluzione della 6<sup>a</sup> Commissione Permanente Finanze e tesoro del Senato della Repubblica sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, approvata il 28 luglio 2010 e comunicata alla Presidenza il 29 luglio 2010, disponibile nel Dossier del Servizio affari internazionali del Senato, p. 154, ove difatti si afferma che «non va trascurato che i giudizi di rating espressi dalle agenzie di rating, in grado di per sé di fornire una informazione per le scelte degli investitori che operano sul mercato, sono spesso interpretati dal pubblico dei risparmiatori come informazione oggettiva da cui trarre indicazione circa la convenienza dell'investimento». A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 179, ritiene, al riguardo, che i giudizi di rating costituiscano un'autonoma informazione in ragione del fatto che i partecipanti al mercato sanno che l'emissione o la revisione del giudizio comporterà una reazione, in termini di variazione nei prezzi, da parte del mercato stesso.

<sup>(311)</sup> P. MARCHETTI, *Note sul prospetto informativo*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di P. Auteri, Milano, 1999, 46; M. CERA, *Offerte di acquisto e di vendita di azioni e sollecitazioni di pubblico risparmio*, *ivi*, 117.

disciplina dell'attività di rating è, per certi versi, una *species* del più ampio *genus* della disciplina dell'informazione al mercato. Come chiarisce, infatti, l'art. 1 del Regolamento CE n. 1060/2009, l'adozione di una normativa comune in materia di attività di rating ha l'obiettivo 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>(312)</sup>.

### **1.1. La correttezza dell'informazione al mercato finanziario come interesse meritevole di tutela.**

L'art. 91, TUF, orienta espressamente l'esercizio dei poteri della Consob «alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali». A una maggiore trasparenza dei mercati sono indirizzate anche le previsioni normative che richiedono la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate (artt. 114 e 116, comma 1, TUF), nonché le disposizioni in materia di aggio (art. 2637 c.c.), *insider trading* e manipolazione del mercato (artt. 180 ss. TUF), per non parlare della disciplina del prospetto, sulla quale ci si soffermerà nel corso della Sezione II di questo capitolo, e che, come precisa l'art. 94, comma 2, TUF, è volta a consentire agli investitori, mediante la lettura del prospetto, di pervenire a un «fondato giudizio» sull'investimento proposto<sup>(313)</sup>. L'informazione al mercato, se corretta, veritiera e completa, promuovendo l'efficienza dei mercati finanziari, sembra, dunque, costituire oggetto di un interesse, di natura anche pubblicistica, giuridicamente tutelato dall'ordinamento.

Se queste sono le regole chiave in materia di trasparenza del mercato finanziario v'è da chiedersi che spazio abbia la sanzione civile nel caso di loro violazione. Nel caso di diffusione al pubblico di informazioni inesatte non è chiaro se la sanzione civile sia asservita, in prima battuta, a una funzione di prevenzione generale (c.d. *deterrence*) ovvero a una funzione di compensazione individuale dell'investitore<sup>(314)</sup>. L'individuazione della funzione del rimedio civilistico del risarcimento del danno, per i danni verificatisi in occasione degli scambi sul mercato, è del resto necessaria al fine di meglio comprendere la portata degli interessi sottesi alle norme in questione e di valutare come questi vengano in concreto tutelati dall'ordinamento.

In generale, le regole di responsabilità civile sono orientate alla compensazione individuale del soggetto danneggiato. È affermazione comune che il rimedio risarcitorio debba porre il soggetto che ha patito il danno nella stessa situazione in cui si sarebbe trovato se il danno non si fosse verificato<sup>(315)</sup>. Questo comporta, ad esempio, che nel caso di responsabilità *ex* art. 1337 c.c. il risarcimento del danno, commisurato all'interesse negativo, debba porre il soggetto nella situazione in cui si sarebbe trovato se non avesse inutilmente intrapreso delle trattative contrattuali con la controparte. Comporta altresì che, nel caso dell'art. 1218 c.c., il risarcimento del danno, commisurato all'interesse questa volta positivo, debba porre il soggetto nella situazione in cui si sarebbe trovato se l'obbligazione della controparte fosse stata correttamente adempiuta; e che, nel caso dell'art. 2043 c.c., il

---

<sup>(312)</sup> L'articolo è stato così sostituito dall'art. 1 del Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(313)</sup> Per un simile rinvio alle disposizioni che, nel nostro ordinamento, danno rilievo alla dimensione «pubblica» dell'informazione al mercato si v. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 11 s.

<sup>(314)</sup> Diffusamente sul tema, A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 38 ss.

<sup>(315)</sup> Per tutti, si veda C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, Milano, 1994, 127.

risarcimento del danno debba porre il soggetto nella situazione in cui si sarebbe trovato in assenza del fatto illecito da cui è derivato il danno.

Una simile ricostruzione lascia, però, insoddisfatti quando il diritto al risarcimento – indipendentemente dalla norma su cui esso si fonda – è destinato a riparare danni che hanno il loro luogo di produzione all'interno dei mercati finanziari, proprio perché viene a mancare la dinamica bipolare che lega, di norma, danneggiante e danneggiato (o obbligato inadempiente e titolare del diritto dedotto in obbligazione) nei casi tradizionali di responsabilità extracontrattuale e contrattuale. I fatti produttivi del danno sono, infatti, in grado di avere ripercussioni sul mercato, determinando l'insorgere di una dimensione «collettiva», che impone di ravvisare nella sanzione civile anche una funzione di prevenzione generale, ossia di «incentivo a chi viene sanzionato – nonché per ogni altro consociato – ad assumere in futuro una decisione conseguente». Sotto questo profilo, «compensazione e prevenzione si configurano come profili inseparabili della sanzione civile»<sup>(316)</sup> e si giustifica il dualismo insito nella «tutela degli investitori» cui si riferisce l'art. 91 TUF; tutela che, infatti, «può essere alternativamente intesa come protezione dei singoli investitori o come protezione del mercato *tout court*»<sup>(317)</sup>.

Per le ragioni anzidette, anche alla luce delle implicazioni di natura sistematica del precetto posto dall'art. 91, TUF, si è, dunque, sostenuto che la soluzione al problema della funzione della sanzione civile nei mercati finanziari dovrebbe essere ricondotta a una combinazione delle istanze di compensazione individuale e *deterrence*<sup>(318)</sup>.

Una simile ricostruzione è foriera di conseguenze sotto il profilo dell'individuazione degli interessi tutelati mediante il rimedio civilistico. La funzione del rimedio civilistico, infatti, permette di individuare con maggiore chiarezza quali sono gli interessi tutelati dall'ordinamento, la cui lesione dà luogo al diritto al risarcimento del danno. Si va oltre il binomio «regolamentazione pubblica a tutela del mercato» e *private rights of action*, per riconoscere, all'interno di questi ultimi, una funzione composita che abbraccia sia istanze di prevenzione generale che istanze di compensazione individuale. Sotto questo profilo, il rimedio risarcitorio concesso all'investitore che ha investito sul mercato basandosi su informazioni false, inesatte o fuorvianti, non tutela soltanto la libertà contrattuale (positiva o negativa) di quest'ultimo, ma è volto a proteggere l'interesse, della collettività e del singolo, a un corretto funzionamento del mercato e a una corretta formazione dei prezzi, rafforzando la conclusione già raggiunta circa l'ingiustizia del danno *ex art. 2043 c.c.*

---

<sup>(316)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 38.

<sup>(317)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 43. L'obiettivo di tutela del buon funzionamento del mercato rimane fermo anche qualora «non si pongano i problemi sollevati dal contratto associativo» e, pertanto, anche qualora si abbia riguardo al mercato obbligazionario. Infatti «anche in tal caso, un inquadramento dell'informazione agli investitori nella forma dell'obbligo di protezione derivante dal mutuo sottostante l'obbligazione si scontrerebbe con il dato reale, per cui l'informazione, più che rilevare per il buon fine del contratto di finanziamento, riguarda invece il rendimento dell'investimento, quale risulta dai cash flows derivanti dai rapporti contrattuali fra i singoli partecipanti al mercato» (*ivi*, 166).

<sup>(318)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 44. Analoga è la funzione svolta dal rimedio risarcitorio previsto dalla più volte richiamata *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e dalle *Sections 11* e *12(a)(2)* del *Securities Act*. Come precisa E. COSENZA, *Is the Third Time the Charm? Janus and the Proper Balance Between Primary and Secondary Actor Liability under Section 10(b)*, in 33 *Cardozo L. Rev. De Novo* 1019, 2012, «the implied private right of action assists in furthering the three fundamental goals of the federal securities laws: (1) the deterrence of fraud; (2) the compensation of victims; and (3) the promotion of investor confidence in the financial markets». Al riguardo si veda anche M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 214.

A ben vedere, si tratta di due facce della stessa medaglia. L'interesse al corretto funzionamento del mercato è interesse *anche* del singolo che sul mercato esercita la propria libertà contrattuale ed è, allo stesso tempo, tutelato sia da forme di regolamentazione pubblica che da rimedi di tipo privatistico. In questo senso, valorizzando la funzione di *deterrence* che caratterizza il rimedio civilistico nel diritto dei mercati finanziari <sup>(319)</sup>, può dirsi che gli investitori hanno un interesse giuridicamente tutelato a un corretto funzionamento dei mercati mediante meccanismi di trasparenza e l'accesso a informazioni esatte, interesse che è preordinato all'assunzione di decisioni di investimento (e quindi all'esercizio della propria libertà contrattuale) <sup>(320)</sup>.

L'informazione falsa, inesatta o fuorviante, fornita al mercato genera, dunque, responsabilità, poiché lede, contemporaneamente, la libertà contrattuale dell'investitore e l'interesse al buon funzionamento del mercato. La natura composita dell'interesse presidiato dalla sanzione civilistica rende non necessario – e ingiustificato – il ricorso a costruzioni teoriche che, nel tempo, hanno inquadrato la responsabilità da diffusione di informazioni inesatte sul mercato nell'ambito delle figure del «contatto sociale qualificato», del contratto – tra emittente e intermediario reputazionale – con effetti protettivi nei confronti dei terzi investitori o della responsabilità precontrattuale. È l'art. 2043 c.c. a fornire compiuta tutela ai predetti interessi, i quali, andando a riempire di significato il requisito dell'ingiustizia del danno, consentono di escludere che il danno patito dall'investitore sia un danno meramente patrimoniale.

Tutto ciò per dire che la moderna disciplina dei mercati finanziari attribuisce all'informazione diffusa dagli emittenti e da coloro che operano sul mercato, anche in qualità di *gatekeepers* o intermediari reputazionali, un valore che trascende l'utilizzo del singolo ai fini dell'assunzione delle proprie decisioni di investimento, in quanto la correttezza dell'informazione contribuisce alla creazione di mercati finanziari liquidi ed efficienti, oltre che a sostenere il mercato secondario. Per tale ragione, la disciplina dei mercati finanziari suggerisce, sia pure entro certi limiti, che la correttezza dell'informazione diffusa al mercato costituisce oggetto di un interesse meritevole di tutela in capo agli investitori, al quale è parimenti asservito il rimedio civilistico; e di ciò occorrerà tenere conto nell'analisi dei profili di responsabilità dei soggetti che, come le agenzie di rating, diffondono costantemente informazioni al mercato. Inoltre, è proprio dalla disciplina «del mercato» e dal ruolo che le agenzie di rating svolgono al suo interno che occorre prendere le mosse nell'esaminare i profili relativi alla responsabilità civile, onde evitare di appiattare il problema del danno da rating alla più generale figura del danno da informazione inesatta, risarcibile in ragione della lesione arrecata alla libertà contrattuale del soggetto danneggiato.

---

<sup>(319)</sup> In questo senso si veda P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 514, che propone la «rivalutazione dello strumento civilistico come tecnica di prevenzione, oltreché di sanzione, dell'illecito» poiché «da diffusione della cultura finanziaria, l'attivismo degli investitori istituzionali, la introduzione diffusa di innovativi strumenti processuali di tutela, quali la *class action*, inducono a ritenere che l'istituto della responsabilità civile, se (...) adeguatamente rafforzato da *regole speciali*, possa rivelarsi, in generale e nella materia che ci occupa, strumento adeguato allo scopo».

<sup>(320)</sup> Sembra deporre in tal senso l'affermazione di A. PERRONE, *Falsità in prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca borsa tit. credito*, 2002, II, 26, secondo la quale «la previsione dell'art. 91 t.u.f. consente al giudice di affermare che l'ordinamento “prende in considerazione l'interesse degli investitori alla tutela”». Nonostante l'Autore si riferisca alla tutela dell'investitore nei confronti dell'agire della Consob, anche la sanzione civile nei confronti degli altri partecipanti al mercato è, del resto, asservita alle medesime finalità. In materia di servizi di rating, riconosce espressamente un interesse generale alla corretta prestazione dell'attività di valutazione del merito di credito ai fini dell'efficiente funzionamento del mercato del credito L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 198.



## 1.2. La diffusione di giudizi sul merito di credito nel mercato finanziario. La funzione svolta dalle agenzie di rating.

Il carattere informativo dei giudizi di rating, come si è avuto modo di ricordare, è dovuto al fatto che l'agenzia di rating analizza, esamina ed elabora dati e informazioni provenienti da altri soggetti – in primo luogo l'emittente – e, sulla base di tali dati, perviene a una valutazione sintetica che, esprimendo l'opinione di un esperto indipendente, costituisce un importante ausilio alle scelte di investimento. Il giudizio di rating è, dunque, in primo luogo una nuova informazione, di cui il mercato tiene conto e che viene riflessa, solitamente, nei prezzi degli strumenti finanziari, al pari di altre informazioni. In ragione della natura e della provenienza dei dati che sono posti alla base delle valutazioni sul merito di credito le agenzie di rating sono in grado di veicolare, a beneficio della trasparenza e del buon funzionamento del mercato, un numero spesso considerevole di informazioni, svolgendo, pertanto, la funzione di «intermediarie dell'informazione»: la raccolta di dati e informazioni, magari non ancora a disposizione del pubblico, e la loro trasmissione al mercato in forma *indiretta* mediante giudizi sintetici, contribuiscono, infatti, a colmare le asimmetrie informative naturalmente presenti nel mercato e, attraverso il meccanismo dei prezzi, a una maggiore trasparenza del mercato stesso <sup>(321)</sup>.

---

<sup>(321)</sup> A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 37 s. In generale, la teoria economica insegna che nei mercati finanziari vi è un problema di asimmetria informativa tra emittenti, *manager* e azionisti di maggioranza, da un lato, e investitori, dall'altro, dovuto al fatto che i primi conoscono meglio dei secondi le caratteristiche, i rischi e la redditività attesa degli investimenti proposti al mercato. Per tale motivo, in assenza di interventi volti a ridurre tale asimmetria informativa, gli investitori non sono generalmente in grado di valutare correttamente gli investimenti disponibili sul mercato e sono, pertanto, disposti a pagare per il medesimo tipo di investimento un prezzo inferiore rispetto a quello che invece sarebbero disposti a pagare in presenza di un'informazione perfetta, incentivando così fenomeni di selezione avversa che determinerebbero l'uscita dal mercato finanziario degli emittenti strumenti finanziari di alta qualità. In sintesi, quindi, in presenza di asimmetrie informative vi è il rischio che si verifichino situazioni di selezione avversa. Il riferimento è alla teoria di G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in 84 *Q. J. Econ.* 488, 1970, 488 ss. (spec. 495 ss.) che fu, in parte, adattata ai mercati finanziari da S.C. MYERS – N.S. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have*, in 13 *J. Fin. Econ.* 187, 1984, disponibile anche sul sito [http://www.nber.org/papers/w1396.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w1396.pdf?new_window=1). Sul punto si veda anche A. PERRONE, *Le società di rating*, cit., 1026. La disciplina dell'informazione societaria (e dell'attività di rating) si giustifica, dunque, innanzitutto nell'ottica di ridurre le asimmetrie informative che altrimenti caratterizzerebbero gli scambi sul mercato finanziario. Sul punto si veda anche A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 2 ss. In generale, tutta la *securities regulation* statunitense è imperniata sul principio della *disclosure*, intesa come strumento fondamentale ai fini della tutela dell'investitore. L'idea di fondo della disciplina statunitense dei mercati finanziari è che la miglior tutela per l'investitore è data da una completa informazione sulle caratteristiche e i rischi degli investimenti proposti, di modo tale che egli possa assumere scelte di investimento e disinvestimento consapevoli. Sulla *disclosure philosophy* cfr. J. SELIGMAN, *The Transformation of Wall Street. A History of the Securities Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, New York, 2003, 39 ss.; L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *Securities Regulation*, cit., 289 ss, che giustificano gli interventi normativi statunitensi in materia di *disclosure* nell'ottica di prevenire la commissione di frodi sul mercato per il tramite di *misrepresentations*. In particolare, come osserva A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 12 s., con l'emanazione del *Securities Act* del 1933 e del *Securities Exchange Act* del 1934, l'approccio adottato dal legislatore federale statunitense era stato quello di consentire al piccolo investitore, mediante la *mandatory disclosure*, di investire in titoli di alta qualità. Si tratta di una visione oramai superata visto che difficilmente il piccolo investitore è in grado di raccogliere, analizzare e comprendere autonomamente le numerose informazioni presenti sul mercato. Permane, tuttavia, la convinzione che, sui mercati efficienti, una maggiore disponibilità di informazioni comporti una migliore trasparenza e consenta agli investitori di negoziare agevolmente sulla base del prezzo di mercato (si veda, al riguardo, quanto si dirà in materia di *efficient capital market hypothesis* alla nota successiva). Sul «ruolo decisivo assolto dalla *mandatory disclosure* nel perseguimento dell'interesse pubblico al *fair pricing* degli strumenti finanziari quotati» si veda sempre A.

La dimensione «collettiva» o «pubblica» dell'attività delle agenzie di rating è, quindi, strettamente legata al concetto di «efficienza informativa» dei mercati finanziari. Un mercato massimamente efficiente è quello che riflette ogni informazione, privata o pubblica che sia. In condizioni di efficienza informativa intermedia, invece, solo le informazioni pubbliche saranno riflesse nel prezzo degli strumenti finanziari. Diversamente, in condizioni di efficienza informativa minima del mercato, solo alcune informazioni saranno riflesse nei prezzi dei titoli, e, dunque, non ogni informazione rilevante determinerà una variazione, in aumento o in diminuzione, del prezzo dei titoli medesimi <sup>(322)</sup>. Dato che il grado di efficienza informativa del mercato dipende dalle sue caratteristiche, massima importanza, al fine di determinare se, e in che misura, i prezzi siano effettivamente in grado di riflettere le informazioni disponibili, hanno fattori quale il volume e la concentrazione delle negoziazioni e la tipologia di investitori che partecipa al mercato, poiché «quanto più le informazioni sono pubblicamente disponibili – e quindi poco costose – e quanto più nel mercato sono presenti investitori professionali in grado di elaborarle e verificarle in modo efficiente (l'esempio più pertinente è quello di un mercato regolamentato in cui i titoli sono oggetto di intensa negoziazione) <sup>(323)</sup>, tanto più i prezzi tendono a riflettere completamente tutte le informazioni accessibili» <sup>(324)</sup>.

Pur non essendo «investitori professionali», le agenzie di rating sono senza dubbio operatori qualificati che elaborano e verificano informazioni, contribuendo alla efficienza

---

PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 14. Ai medesimi fini è del resto orientata la disciplina italiana in materia di informazione societaria e specialmente di appello al pubblico risparmio (cfr. C. COMPORTELLI, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, 532 s.).

<sup>(322)</sup> Si parla al riguardo di *efficient capital market hypothesis*. Secondo questa teoria economica la presenza di una nuova informazione conosciuta comporta il passaggio a un nuovo equilibrio di prezzo all'interno del mercato e per tale ragione i prezzi degli strumenti finanziari negoziati sul mercato, se questo è efficiente, rifletterebbero le informazioni in esso disponibili. Assunto di questa teoria è l'assenza di una situazione di concorrenza perfetta in cui tutti i partecipanti al mercato avrebbero accesso senza costi alle informazioni, poiché è evidente che, in tale caso, l'efficienza informativa andrebbe da sé. Anche in assenza di una tale situazione di concorrenza perfetta, comunque, secondo l'*efficient capital market hypothesis*, si potrebbe arrivare a un risultato analogo in termini di efficienza informativa qualora le informazioni fossero veicolate dai prezzi che, appunto, riflettono le informazioni disponibili. Si distinguono tradizionalmente tre tipi di efficienza informativa del mercato. Si ha efficienza *debole* quando il prezzo dello strumento finanziario riflette solo informazioni già desumibili dal passato andamento dei prezzi di mercato. Si ha efficienza *semi-forte* quando il prezzo riflette tutte le informazioni pubblicamente disponibili, mentre si ha efficienza *forte* quando il prezzo riflette tutte le informazioni, anche non pubblicamente disponibili (per intenderci, anche le informazioni in possesso di un *insider*). Al riguardo, *ex multis*, nella dottrina statunitense in materia, si v. R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, cit., 459 ss.; J.R. MACEY – G.P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market theory*, in 42 *Stan L. Rev.* 1059, 1990, 1077 ss.; F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, in 31 *Del. J. Corp. L.* 455, 2006, 462 ss., disponibile anche su <http://www.ssrn.com>. Nella riflessione italiana cfr. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 4 ss., il quale ricorda che recenti studi di economia del comportamento hanno tuttavia rilevato come vi siano una serie di fattori, definiti «*rumours*» che influenzano il prezzo degli strumenti finanziari senza essere giustificati da un'aspettativa razionale di variazione del valore dello strumento finanziario (*ivi*, anche per i riferimenti, 7); M. ONADO,  *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, 363 ss.; e M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 84 ss., il quale ritiene che «il prezzo di mercato non è unicamente una funzione delle informazioni pubbliche, vere o false che siano, bensì anche delle opinioni su tali informazioni degli operatori e delle previsioni che questi fanno sul comportamento degli altri investitori». Si tornerà in seguito sull'argomento per l'innegabile rilevanza che l'iterazione tra giudizi di rating e dinamica di formazione dei prezzi sui mercati finanziari assume ai fini della sussistenza del nesso di causalità nel giudizio di responsabilità. Cfr. *infra*, capitolo 5, §§ 4., 7.1.

<sup>(323)</sup> Al riguardo si v. R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, cit., 569 ss.

<sup>(324)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 8.

informativa dei mercati obbligazionari che, per le loro caratteristiche, risultano di norma meno efficienti di quelli azionari <sup>(325)</sup>. Di più: il rating, in quanto nuova «informazione» per il mercato, è spesso in grado *di per sé* di determinare una variazione del prezzo degli strumenti finanziari e, per il tramite di tale variazione, di segnalare al mercato una nuova componente valutativa relativa al rischio di credito. Tutto ciò, come si dirà meglio in seguito, determina importanti conseguenze in termini di prova del nesso di causalità tra giudizio di rating inesatto e danno patito dall'investitore, posto che il legame causale è, di regola, saldato da un terzo elemento, rappresentato dalla variazione del prezzo del titolo indotta dal giudizio di rating (si v. *infra*, capitolo 5, §§ 4., 7. ss.).

Il buon funzionamento del mercato è, inoltre, necessario alla raccolta di capitali da parte delle società che vi fanno ricorso e, in questo senso, la funzione «intermediatrice» delle agenzie di rating trascende la tutela degli investitori e del mercato per andare a salvaguardare anche la sfera propria degli emittenti. L'attività delle agenzie di rating consente, infatti, a questi ultimi di segnalare in modo facilmente comprensibile il proprio merito di credito e, a seconda dei casi, di agevolare la raccolta del risparmio presso il pubblico. In questo senso, il ricorso ai servizi di rating costituisce un utile meccanismo di «differenziazione» per l'emittente rispetto ai propri *competitors* <sup>(326)</sup>. Come dimostra l'osservazione empirica, tanto migliore è il giudizio di rating assegnato dall'agenzia quanto minore è il costo associato al reperimento dei capitali sul mercato: di regola, infatti, il tasso di interesse passivo pagato dall'emittente sui prestiti obbligazionari in essere diminuisce al crescere del rating <sup>(327)</sup>. Oltre a ciò, il sottoporsi a uno scrutinio «pubblico» sul proprio merito di credito, effettuato da un soggetto terzo e indipendente, può avere un buon ritorno di immagine per l'emittente, tale da giustificare i costi connessi alla decisione di ricorrere ai servizi di tale esperto.

Alla dimensione «collettiva» o «pubblica» dell'attività delle agenzie di rating, come sopra descritta, si accompagna, infine, una dimensione *lato sensu* «individuale», poiché, in concreto, i giudizi di rating costituiscono un ausilio decisionale per il singolo investitore <sup>(328)</sup>. Da questa prospettiva, viene in rilievo, tra l'altro, la natura professionale dell'attività di valutazione del merito creditizio e l'affidamento che l'investitore ripone in tale *expertise*, professionalità che diventa dirimente nella valutazione circa il rispetto degli standard di diligenza di riferimento (art. 1176, c. 2, c.c.).

---

<sup>(325)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 9, rileva come «la risposta sulla veridicità dell'*efficient capital market hypothesis* risulta dipendere dalle caratteristiche del singolo mercato e, dunque, destinata a variare caso per caso».

<sup>(326)</sup> La funzione di «differenziazione» dei prodotti finanziari mediante meccanismi di segnalazione e reputazione è solitamente una delle funzioni tradizionalmente assegnate ai *gatekeeper*. Si veda sul punto A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 23. In questo le agenzie di rating sembrano meno distanti dagli altri *gatekeeper*. In argomento cfr. anche J. ENGELS, *Rating Agencies in Germany – BAFIN's approach*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 53, che ricorda come la pubblicazione dei giudizi di rating possa servire anche a consentire l'accesso al mercato di particolari categorie di *borrower* che altrimenti difficilmente potrebbero finanziarsi in questo modo. In questo senso, l'attività delle agenzie «opens the capital markets to categories of borrower who might otherwise be shut out altogether: small governments, startup companies, hospitals and universities».

<sup>(327)</sup> Cfr. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito*, (2006/C 5/09), 11 marzo 2006, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>, dove si osserva che «il successo commerciale della maggior parte delle emissioni di titoli di debito dipende in gran parte dal rating che hanno ottenuto» e che «il rating di un emittente determina i tassi di interesse che dovrà offrire per ottenere un finanziamento esterno».

<sup>(328)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 11, riconosce, del resto che a una logica di tipo «tradizionale», che guarda alla natura bilaterale del rapporto di informazione, si accompagna una «dimensione "pubblica" dell'informazione resa al mercato».

In sintesi, dunque, le principali funzioni che le agenzie di rating svolgono a beneficio degli investitori, degli emittenti e del mercato in generale, sono riconducibili alla riduzione delle asimmetrie informative presenti sul mercato e a una maggiore trasparenza del mercato stesso, che consente agli investitori di distinguere – e agli emittenti di segnalare – prodotti finanziari «di buona qualità» – o, *rectius*, ad alto rischio di credito – da prodotti finanziari «di cattiva qualità» – o, più correttamente, a basso rischio di credito.

Così descritta la principale funzione assolta dai giudizi di rating, viene naturale ricondurre le agenzie di rating alla figura del *gatekeeper* del mercato, ossia a quei soggetti che, spesso legislativamente investiti di tale ruolo, segnalano al mercato la «qualità», in senso lato, dei prodotti finanziari e dei loro emittenti, e contribuiscono ad evitare la commissione di illeciti da parte dei soggetti «vigilati», «controllati» o «osservati». La funzione svolta dalle agenzie di rating a beneficio del mercato è stata, infatti, spesso ricondotta a quella del *gatekeeper*: «[g]atekeepers are reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors. These services can consist of verifying a company's financial statements (as the independent auditor does), evaluating the creditworthiness of the company (as the debt rating agency does), assessing the company's business and financial prospects vis-a-vis its rivals (as the securities analyst does), or appraising the fairness of a specific transaction (as the investment banker does in delivering a fairness opinion) (...)»<sup>(329)</sup>.

Tuttavia, se la funzione del *gatekeeper* consiste, tradizionalmente, in un controllo «all'ingresso» del mercato<sup>(330)</sup>, o, più precisamente, in un controllo sull'emittente svolto a favore dell'investitore<sup>(331)</sup>, in grado di rivelare la natura «tossica» o comunque ad alto rischio di determinati prodotti finanziari, è innegabile che, per quanto riguarda le agenzie di rating, almeno nell'ultimo decennio, tale funzione non sia stata spesso correttamente svolta e abbia, invece, lasciato il passo a quella di facilitare l'ingresso e la negoziazione sul mercato di titoli di debito talvolta di dubbia qualità<sup>(332)</sup>.

---

<sup>(329)</sup> J.C. COFFEE JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., 5; ID., *What caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, cit., 13.

<sup>(330)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 22 s., ricorda, infatti, che alcuni soggetti, tradizionalmente riconosciuti come *gatekeeper*, quali la società di revisione e l'intermediario responsabile del collocamento, hanno nei fatti il controllo delle sorti delle operazioni di sollecitazione all'investimento, posto che senza la certificazione del bilancio o l'intervento dell'intermediario, in veste di *underwriter*, «l'appello al pubblico risparmio non può neppure cominciare». Con riferimento specifico alle agenzie di rating cfr. ad esempio K. DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis*, cit., 1129 s., secondo la quale le agenzie di rating svolgerebbero la funzione di *gatekeeper* del mercato tramite l'emissione e la pubblicazione di «certificazioni» sul merito di credito senza le quali risulta difficile, se non impossibile, l'ingresso dei titoli di debito sul mercato.

<sup>(331)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, cit., 22, e, nella letteratura statunitense, *ex multis*, R.H. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy*, in 2 *J. Law Econ. & Org.* 53, 1986, 53 ss. e S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, cit., 934, che sottolinea l'importanza dei giudizi di rating al fine di segnalare la qualità del merito creditizio degli investimenti disponibili sul mercato.

<sup>(332)</sup> F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, cit., 80, riconosce, infatti, che «with respect to structured finance, credit rating agencies have been functioning more like “gate openers” rather than gatekeepers». In argomento anche T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, cit., 26; S.L. SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, cit., 19, che ritiene che «[w]ithout a rating, however, an SPV will be unable to issue its securities»; Y. LISTOKIN – B. TAIBLESON, *If You Misrate, then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation*, cit., 93; K. DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis*, cit., 1118. In generale, D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the “Issuer Pays” Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, cit., 660, osserva che per il momento «ratings remain practically necessary for these products to be marketable».

Il mercato dei titoli di debito strutturati non si sarebbe probabilmente sviluppato – o quantomeno non così tanto – senza l'intervento delle agenzie di rating: è noto, infatti, che i prodotti finanziari strutturati sono «disegnati» al fine di ottenere un particolare rating, appetibile anche per gli investitori istituzionali, e che uno dei benefici associati ai processi di cartolarizzazione consiste proprio nel fare in modo che il rischio dei possibili investimenti offerti sul mercato incontri la domanda di investitori con una corrispondente propensione al rischio; incontro reso possibile, appunto, dall'attività delle agenzie di rating<sup>(333)</sup>. Se tale risultato è ben più evidente con riferimento ai titoli strutturati ciò non toglie che, anche per quanto riguarda i giudizi attribuiti a obbligazioni e altri titoli di debito non strutturati, il ruolo svolto dalle agenzie di rating non sia stato tanto quello di impedire l'accesso al mercato di titoli di bassa qualità quanto piuttosto quello di agevolare la raccolta di capitali sul mercato da parte di emittenti che, mediante il giudizio dell'agenzia, potevano segnalare il proprio merito di credito (corrispondente al vero o meno).

Gli accadimenti degli ultimi decenni, dal *crack* di Enron alla crisi dei mutui *subprime*, mostrano, dunque, che, se consideriamo le agenzie di rating dei veri e propri *gatekeeper*, qualcosa è senz'altro andato storto. Questo probabilmente è dovuto al fatto che – di norma – i *gatekeeper* svolgono controlli e sono forniti di poteri che la legislazione non attribuisce, se non in misura limitata, alle agenzie di rating. Pertanto, per comprendere meglio quali siano le differenze tra le agenzie di rating e gli altri *gatekeeper* operanti sul mercato, occorre brevemente descriverne l'attività e verificare se, alla luce di tale analisi, con riferimento alle agenzie di rating, abbia ancora senso parlare di *gatekeeper* in senso stretto.

### 1.2.1. Attività e obblighi delle agenzie di rating.

---

<sup>(333)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 49 s.; A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 762; D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, cit., 640 ss., ove si sottolinea che il contributo delle agenzie di rating alla strutturazione delle operazioni di cartolarizzazione si giustifica anche in ragione del fenomeno del *rating shopping*. La presenza di pochi intermediari (prevalentemente banche di investimento) in grado di realizzare operazioni di cartolarizzazione ha, infatti, esacerbato il conflitto di interessi insito nel modello *issuer pays* dando origine a fenomeni di *rating shopping* mediante il contemporaneo coinvolgimento di più agenzie di rating sulla medesima operazione e il conferimento dell'incarico all'agenzia in grado di fornire il giudizio di rating migliore. Sull'importanza dell'ottenimento di un dato rating al fine di realizzare operazioni di cartolarizzazione e di collocare i titoli strutturati sul mercato, cfr. C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 49; L.J. WHITE, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response*, cit., 2 e 13 s. L'ottenimento di rating alti ha permesso a determinati operatori del mercato finanziario, quali ad esempio banche o imprese assicuratrici, le cui politiche di investimento in titoli di debito sono state limitate da norme di legge o regolamentari in funzione del giudizio di rating, di acquistare e detenere in portafoglio titoli strutturati. Per la medesima ragione, un rating alto ha incentivato all'investimento anche altri soggetti, quali gli investitori istituzionali, che di regola non sono destinatari – se non per propria regolamentazione interna – di tali limitazioni. Infine, un'ulteriore ragione è rappresentata dal fatto che l'ottenimento di un rating alto permette di pagare agli investitori tassi di interesse inferiori, consentendo, pertanto, l'ottenimento di maggiori profitti. Così anche D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, cit., 618 s.; e C. DEATS, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation?*, cit., 1827 s., il quale ricorda che «[t]he desire of issuers to obtain legal benefits by achieving better ratings has let do ratings-driven transactions, i.e., transactions in which the issuer and the rating agency work together to achieve the issuer's goal of attaining a certain rating». In argomento, ben prima della crisi dei mutui *subprime*, già R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, cit., 19.

L'esatta definizione delle competenze e dei doveri delle agenzie di rating rappresenta il punto cruciale di una trattazione in materia di responsabilità civile. La valutazione sul merito di credito formulata dalle società di rating si inserisce, infatti, nell'ambito di complesse attività di appello al risparmio che richiedono la partecipazione di molteplici soggetti, ciascuno investito di un particolare ruolo in relazione alle proprie competenze. Le informazioni che le agenzie utilizzano per pervenire al giudizio di rating sono, infatti, sovente fornite da altri e, *in primis*, dalla società emittente. È la società emittente che può dare conto in dettaglio di quale sia la propria situazione patrimoniale, economica e finanziaria, dischiudendo i bilanci e gli altri documenti contabili. È sempre la società emittente che può fornire indicazioni circa le proprie prospettive di crescita e le proprie strategie industriali e che, pertanto, rappresenta l'interlocutore principale delle agenzie di rating nella predisposizione del *report* sul merito creditizio<sup>(334)</sup>.

Le società di rating non fanno affidamento esclusivamente su quanto appreso direttamente dalla società emittente, posto che, almeno nel caso dei rating *unsolicited*, l'agenzia non ha contatti diretti con l'emittente. Rimangono infatti disponibili le informazioni contenute nelle comunicazioni al pubblico effettuate da quest'ultimo, anche se non specificamente indirizzate alla emissione del giudizio di rating. Per ciò che concerne poi i dati racchiusi nei bilanci e nelle relazioni finanziarie, le agenzie fanno altresì affidamento sui giudizi indipendenti delle società di revisione. Inoltre, possono tenere conto, sia pure in misura che sembra limitata, di altre indicazioni provenienti dal mercato e, in particolare, dalle raccomandazioni di investimento degli analisti finanziari, i quali, tuttavia, a differenza delle società di revisione, esprimono un proprio giudizio professionale scevro da qualsiasi compito di controllo sulle informazioni fornite dall'emittente.

A un tale quadro si aggiunge l'attività delle autorità di vigilanza nazionali che svolgono un controllo generalizzato su emittenti ed emissioni che si atteggia in modo differenziato a seconda dei singoli ordinamenti e delle operazioni poste in essere dagli emittenti, ma che può non essere meramente superficiale, come accade nel caso del controllo della Consob sui prospetti<sup>(335)</sup>.

---

<sup>(334)</sup> Si percepisce immediatamente quali possano essere le ripercussioni, in termini di integrità e correttezza del giudizio di rating, del c.d. «inquinamento informativo» – il *garbage-in garbage-out* o GIGO effect di cui parla la dottrina statunitense –, che si verifica qualora le informazioni fornite dalla società emittente siano (colposamente) incorrette, inesatte, incomplete o false.

<sup>(335)</sup> Secondo una parte della dottrina, la Consob non sarebbe investita di una funzione di controllo in senso stretto e, pur dovendo assicurare la migliore quantità e qualità possibile dell'informazione, non garantirebbe in nessun caso la veridicità o l'assoluta completezza dell'informazione fornita al pubblico. In tal senso si vedano, ad esempio, M. CERA, *La Consob*, Milano, 1986, 1207; G. ALPA, *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, 366 s.; e, in giurisprudenza, Trib. Milano, 9 gennaio 1986, in *Giur. comm.*, 1986, II, 427, con nota di M. CERA, *Insolvenza del Banco Ambrosiano e responsabilità degli organi pubblici di vigilanza*; e App. Milano, 13 novembre 1998, in *Soc.*, 2001, 570, con nota di P. ANELLO – S. RIZZINI BISINELLI, *Responsabilità della Consob per omissione di vigilanza e risarcibilità del danno*. Nel senso invece della sussistenza di un dovere di verificare la veridicità delle informazioni contenute nel prospetto si veda G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 32 ss., il quale, in un successivo lavoro, ricorda, in maniera condivisibile, la distinzione tra obbligo di verifica e obbligo di garanzia delle informazioni contenute nel prospetto (G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10\*\*, Torino, 1993, 161, nota 35). In realtà, come si evince da Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, cit., 15, la verifica esigibile dall'autorità di vigilanza non è di carattere meramente formale, in ragione dell'attribuzione alla stessa di un «ben più penetrante e diffuso potere di controllo della completezza-veridicità delle notizie (...) lungo tutto l'arco procedimentale corrente dalla data della comunicazione dell'operazione». Come ricorda A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, cit., 22, la sentenza si riferisce a una disciplina oramai abrogata; tuttavia il TUF detta oggi disposizioni analoghe in materia di poteri della Consob nelle operazioni di sollecitazione all'investimento. Il

Una delimitazione dei contorni della responsabilità che le agenzie di rating possono essere chiamate a sopportare passa, dunque, necessariamente per la definizione dei compiti e dei doveri delle agenzie <sup>(336)</sup>, innanzitutto in relazione agli altri soggetti che parimenti operano sul mercato.

Un'analisi dei contenuti dell'attività di rating e dei doveri posti dalla legislazione europea in capo alle agenzie deve, pertanto, necessariamente fare riferimento a quanto previsto dall'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009 <sup>(337)</sup>, che individua le violazioni che legittimano, da un lato, l'erogazione di sanzioni da parte dell'ESMA e, dall'altro, la proposizione in giudizio di una domanda risarcitoria *ex art. 35-bis* da parte degli investitori.

Le principali ipotesi di violazione della normativa europea riguardano i conflitti di interesse, il mancato rispetto dei requisiti organizzativi e operativi e la violazione di prescrizioni in materia di informativa al pubblico. Oltre ai casi in cui l'agenzia abbia avallato un rating emesso in un Paese terzo senza il rispetto delle prescrizioni applicabili, si tratta, di regola, di ipotesi nelle quali l'agenzia non garantisce che i propri interessi economici non interferiscano con lo svolgimento dell'attività di rating o non ottempera alle prescrizioni che impongono di effettuare comunicazioni al pubblico circa, ad esempio, la sussistenza di conflitti di interesse o il contenuto delle proprie metodologie di rating <sup>(338)</sup>.

In particolare, l'agenzia di rating deve rispettare requisiti organizzativi e operativi che ne assicurino l'indipendenza e che comportano, in buona sostanza, la nomina di membri indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza), con specifici compiti di controllo e la cui retribuzione sia svincolata dai risultati economici dell'agenzia o con durata dell'incarico non superiore a cinque anni e comunque non rinnovabile; la nomina di consiglieri di amministrazione (o di sorveglianza) con adeguate competenze in materia di servizi finanziari, specie laddove l'agenzia svolga attività di valutazione del merito di credito di titoli strutturati; la nomina di dirigenti con competenze ed esperienze adeguate e sufficienti al ruolo affidatogli; la predisposizione di procedure di controllo interno, di valutazione e gestione dei rischi e di *compliance* che consentano all'agenzia di monitorare il rispetto degli obblighi imposti dalla legislazione europea; l'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse e la diffusione di informazioni al pubblico al riguardo; l'adozione di sistemi, risorse e procedure, appropriati a garantire regolarità e continuità nell'attività di rating; il riesame periodico delle metodologie e delle procedure di rating, dei modelli e delle principali ipotesi utilizzate nell'attività di rating, procedendo agli aggiustamenti e adeguamenti del caso, specie con riferimento a strumenti finanziari di nuova creazione.

La gestione dei conflitti di interesse deve avvenire in modo trasparente e chiaro anche con riferimento ai potenziali interessi detenuti dai soggetti persone fisiche che intervengono nella formulazione delle valutazioni sul merito di credito, quali gli analisti di rating, i dipendenti e tutti coloro che approvano i rating e le prospettive del rating. La sussistenza di conflitti di interesse che non siano stati debitamente identificati, gestiti e

---

medesimo Autore tuttavia ritiene (*ivi*, 24) che, a seguito dell'attribuzione da parte del TUF e della regolamentazione secondaria di importanti poteri di controllo a *gatekeeper* privati, quali la società di revisione, debba intendersi ridimensionata l'attività di controllo sui prospetti esigibile dalla Consob.

<sup>(336)</sup> In tal senso G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 716 ss.

<sup>(337)</sup> Introdotto dal Regolamento UE n. 513/2011 e recentemente modificato dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(338)</sup> Sull'argomento si tornerà diffusamente in seguito al fine di individuare in maniera più precisa quali siano i doveri delle agenzie di rating. Cfr. *infra*, capitolo 5, §§ 2. ss.

comunicati al pubblico può, dunque, legittimare il rimedio risarcitorio qualora sia all'origine di un danno cagionato all'investitore. Per tale ragione, si prevede, tra l'altro, l'obbligo in capo all'agenzia di rifiutarsi di emettere il giudizio, ovvero di comunicare che esso è potenzialmente compromesso, in caso di particolari ipotesi di conflitto di interesse espressamente individuate (cfr. allegato I, sez. B, Regolamento CE n. 1060/2009). Qualora il rating venga ciò nonostante emesso e il pubblico non sia stato informato del fatto che il rating potrebbe essere stato compromesso dalla sussistenza di un conflitto di interesse, è integrata una delle violazioni tipiche della normativa europea.

La normativa europea prescrive anche il rispetto di requisiti operativi volti a disciplinare lo svolgimento dell'attività di rating, tra i quali si annoverano le già ricordate prescrizioni concernenti l'adozione, la trasparenza e la revisione delle metodologie di rating.

Di particolare importanza è, poi, ai nostri fini, la previsione dell'obbligo, in capo all'agenzia, di valutare immediatamente se vi siano i presupposti per emettere un nuovo rating o una nuova prospettiva di rating (*outlook*) ovvero per revocare quelli in essere <sup>(339)</sup>. Al riguardo, l'agenzia deve, tra l'altro, adottare apposite procedure interne volte a identificare e monitorare l'impatto delle condizioni macroeconomiche e dei mercati finanziari sui propri rating (allegato III, punto 47) e, più in generale, deve rifiutarsi di emettere o ritirare il rating già emesso «laddove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità delle informazioni disponibili risultano insoddisfacenti o suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile» (allegato III, punto 51).

L'agenzia di rating inoltre ha l'obbligo di controllare i giudizi emessi e di rivedere i propri rating con cadenza almeno annuale – semestrale in caso di rating sovrani – assieme alle metodologie utilizzate (cfr. art. 8, par. 5, Regolamento CE n. 1060/2009) <sup>(340)</sup>. La previsione di un tale obbligo è giustificata dal ritardo che si è sovente osservato nell'adeguamento dei giudizi di rating alla mutata situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente. È pur vero che il rating dovrebbe avere una certa stabilità, quantomeno nel medio periodo, e che pertanto non tutti gli accadimenti in grado di incidere, anche in minima parte, su tale sfera giustificano di per sé un intervento di revisione del rating. Tuttavia, specie in relazione ad alcuni casi emblematici passati all'attenzione dei media, come il *crack* Enron o il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, si è assistito a un ritardo eccessivo, tradottosi nella revisione del rating a pochi giorni dal fallimento. Del resto, anche precedentemente a tali scandali finanziari, alcuni studiosi avevano avanzato delle perplessità sulla effettiva valenza informativa dei giudizi di rating, che, nel corso degli ultimi decenni, sembravano più che altro adattarsi agli andamenti di mercato, piuttosto che segnalare imminenti variazioni in senso positivo o negativo del rischio di credito associato a un dato emittente o a una data emissione <sup>(341)</sup>.

---

<sup>(339)</sup> Cfr. il combinato disposto dell'art. 6, par. 2, Regolamento CE n. 1060/2009 e dell'allegato I, sez. B, al medesimo regolamento, e il punto 21 dell'allegato III, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(340)</sup> Ovviamente, la revisione dei giudizi di rating emessi è richiesta anche ogniqualvolta vengano riscontrati errori e imprecisioni nelle metodologie di rating. Cfr. art. 8, par. 6, lett. c) e par. 7, lett. c), Regolamento CE n. 1060/2009, a seguito delle modifiche apportate dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(341)</sup> F. PARTNOY, *The Paradox of Credit Ratings*, cit., 2 ss., individua un vero e proprio paradosso nel continuo prosperare delle agenzie di rating nonostante, a suo parere, si sia assistito a un declino nel valore informativo dei giudizi di rating. Si veda anche C. KUHNER, *Financial Rating Agencies: Are They Credible? Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk*, in 53 *Schmalenbach Business Review*, 2001, 2 ss., dove si cerca di dimostrare che in situazioni di crisi sistemica il valore informativo attribuito ai giudizi di



Si rammenta, infine, con riferimento alla valutazione del merito di credito di prodotti finanziari strutturati, che è possibile che l'agenzia si serva di rating esistenti sulle attività sottostanti o su altri strumenti finanziari, quando, ad esempio, l'attività sottostante sia costituita da altri strumenti finanziari strutturati. In tale caso l'agenzia non può rifiutarsi di emettere la propria valutazione e ha un preciso obbligo di motivazione circa le ragioni di un eventuale scostamento del giudizio dai rating esistenti (cfr. art. 8, par. 4, c. 2, Regolamento CE n. 1060/2009 e allegato III, punto 45).

Alla luce di quanto detto finora, sembra, dunque, che le prescrizioni in materia di identificazione e gestione dei conflitti di interesse e, in particolare, di predisposizione e revisione di metodologie e modelli di rating affidabili, siano abbastanza ampie da consentire di ricomprendere inadempimenti di varia natura e portata. L'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009 annovera, infatti, inadempimenti che vanno dal mancato rispetto di requisiti operativi e organizzativi alla insufficiente identificazione e gestione dei conflitti di interesse, che, pertanto, costituiscono violazioni della normativa europea tali da mettere a repentaglio l'integrità delle valutazioni del merito creditizio <sup>(342)</sup>.

#### **1.2.1.1. (Segue) L'assenza di obblighi investigativi e di doveri di controllo nei confronti degli emittenti.**

L'agenzia di rating deve indicare le principali fonti informative delle quali si è avvalsa al fine di emettere i propri giudizi <sup>(343)</sup> e «adotta, applica e garantisce il rispetto delle misure adeguate a garantire che i rating del credito e le prospettive di rating che emette siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che sono rilevanti per l'analisi da essa condotta in base alle metodologie di rating applicabili. Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le informazioni che usa ai fini dell'assegnazione dei rating o delle prospettive di rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili» (cfr. art. 8, par. 2, Regolamento CE n. 1060/2009) <sup>(344)</sup>.

La disciplina europea contiene, dunque, una precisazione importante ai fini della correttezza dei giudizi di rating poiché, da un lato, la ricollega alla validità delle metodologie di rating adottate e, dall'altro, impone uno specifico dovere di diligenza per quanto riguarda la provenienza delle informazioni e dei dati utilizzati.

---

rating è basso e le agenzie sembrano seguire il mercato piuttosto che anticipare l'andamento del rischio di credito (*procyclical bias*). P. BONGINI – L. LAEVEN – G. MAJNONI, *La capacità del mercato di individuare i rischi di fragilità bancaria: un confronto tra differenti indicatori*, in *Banca, impresa, società*, 2001, 255 ss., ritengono che «gli indicatori contabili, integrati con informazioni sulla struttura proprietaria e di governance delle banche, nell'individuare con efficacia quali intermediari possono incorrere in crisi di solvibilità», siano superiori a i giudizi di rating, i quali, tuttavia, presentano la caratteristica peculiare di «ridurre al minimo l'errore di considerare sana una banca insolvente, suggerendo il deliberato perseguimento da parte delle agenzie di rating di una strategia avversa al rischio» (*ivi*, 279).

<sup>(342)</sup> Funzionale allo svolgimento dell'attività valutativa è, infine, la previsione di un obbligo di protezione dei beni e della documentazione in possesso dell'agenzia da situazioni di frode, furto o abuso, tenendo conto delle proprie dimensioni, della natura, della complessità e della gamma di attività di rating svolte. Cfr. art. 7, par. 3, Regolamento CE n. 1060/2009, in combinato disposto con l'allegato I, sez. C, punto 3, lett. a).

<sup>(343)</sup> Cfr. allegato I, sezione D, par. 2., lett. a), al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(344)</sup> Cfr. art. 8, par. 2, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013.

Sotto il primo profilo, l'agenzia di rating dispone di ampia discrezionalità nella definizione delle proprie metodologie di rating, essendo semplicemente tenuta a dischiuderne il contenuto, ad aggiornarle periodicamente e a garantire che esse vengano rispettate nella formulazione dei giudizi sul merito di credito. In sostanza, i *credit report* devono essere il risultato di una corretta applicazione delle metodologie di rating adottate dall'agenzia (e rese pubbliche) e devono, pertanto, considerare tutte le informazioni ivi ritenute rilevanti ai fini della formulazione del giudizio.

È evidente, tuttavia, che la correttezza sostanziale del giudizio di rating dipende, in larga misura, dalla validità e correttezza della metodologia seguita, oltre che dalla sua pedissequa osservanza. Ciò nonostante, non vi sono principi di categoria generalmente riconosciuti – come invece accade nell'ambito della revisione dei conti, dove vi sono dei principi di revisione approvati dalla categoria professionale di riferimento e a cui la giurisprudenza fa sovente rinvio quale metro per valutare la diligenza del revisore <sup>(345)</sup> – e,

---

<sup>(345)</sup> In un primo momento i principi di revisione non trovavano una loro «codificazione», anche informale, in documenti condivisi dalle associazioni di categoria. L'unico precedente in materia era, infatti, rappresentato, nel nostro ordinamento, dai principi di revisione adottati dalla Commissione nazionale dei Dottori Commercialisti nel 1977, come ricorda A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, cit., 356. Per un quadro generale sull'origine dei principi di revisione, cfr. F. LENOCI, *Principi di revisione e valutazione professionale del revisore*, in *Soc.*, 1984, 1406 s. Brevi cenni sono forniti anche da M. BUSSOLETTI, *Le società di revisione*, Milano, 1985, 9 ss. Essi sono stati successivamente elaborati a livello nazionale a partire dal 2002 dalla commissione congiunta del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e dei ragionieri, cui è subentrata, nel 2008, la Commissione per la statuizione e lo studio dei principi di revisione del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili (CNDCEC). Raccolti in appositi "Documenti", i principi di revisione nazionali sono stati successivamente adottati dalla Consob, ai sensi dell'art. 162 TUF, per le società sottoposte alla sua vigilanza (già l'art. 10, comma 2, lett. c), d.p.r. n. 136/1975, attribuiva alla Consob il potere di raccomandare l'adozione di principi di revisione. Si v., per brevissimi cenni, G. PARTESOTTI, voce *Società di revisione*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1993, 5). Per le società non quotate, invece, la disciplina legale dell'attività del revisore risultava incompleta, non specificando a quali principi di revisione dovesse farsi riferimento. L'ultimo intervento normativo in materia di società di revisione ha, sotto questo profilo, uniformato la disciplina per le società quotate e le società non quotate. L'art. 11, d.lgs. n. 39/2010, prevede, infatti, che la revisione legale dei conti debba essere svolta «in conformità ai principi di revisione adottati dalla Commissione europea ai sensi dell'art. 26, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2006/43/CE» (comma 1) e prosegue stabilendo che il Ministro dell'economia e delle finanze – più precisamente il potere in parola è attribuito al «Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro della giustizia, sentita la Consob, la Banca d'Italia per quanto riguarda gli enti di cui all'art. 16, comma 1, lettera b), e l'ISVAP per quanto riguarda gli enti di cui all'art. 16, comma 1, lettere c) e d)» – possa disporre con regolamento «l'obbligo di osservare procedure di revisione o obblighi supplementari o, in casi eccezionali, il divieto di osservare parte dei principi di cui al comma 1, solo nel caso in cui l'obbligo o il divieto conseguono da disposizioni legislative specifiche relative alla portata della revisione legale» (comma 2). L'art. 2, n. 11, della direttiva 2006/43/CE, precisa che per principi di revisione internazionali debbono intendersi gli «International Standards on Auditing (ISA) e le dichiarazioni e i principi relativi, nella misura in cui siano pertinenti per la revisione legale dei conti». I principi di revisione ISA sono stati emanati dall'*International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB), *standard setter* internazionale creato dall'*International Federation of Accountants* (IFAC) – al quale, peraltro, fa capo anche l'*International Accounting Standards Board* (IASB), organismo internazionale al quale si deve l'elaborazione dei principi contabili IAS/IFRS – che dal 1979 ha cominciato ad emanare principi di revisione – originariamente chiamati *International Auditing Guidelines* (IAG). Già sul finire degli anni '90 del secolo scorso tali principi costituivano un *corpus* omogeneo di principi atti a guidare l'attività di revisione dei conti. Nell'ambito del c.d. *Clarity Project*, tra il 2004 e il 2009, i principi ISA sono stati radicalmente rivisti e modificati al preciso scopo di incrementarne chiarezza e comprensibilità. In argomento si veda G. STRAMPELLI, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 11 – Principi di revisione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 139 s. (v. nota 8); e G. BALP, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 12 – Elaborazione dei principi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 148 (v. nota 11). Con riferimento, invece, alla funzione integratrice dei principi di revisione al fine di determinare lo standard di diligenza che può ragionevolmente attendersi dalle società di revisione, si vedano sempre G. STRAMPELLI, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 11 – Principi di revisione*, cit., 144; e G. BALP, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 12 – Elaborazione dei*

*principi*, cit., 149 s., ove si osserva che «l'inosservanza dei principi di revisione rappresenta violazione diretta del contenuto specifico dell'obbligazione legale cui è oggi tenuto il revisore, e non invece – come sostenuto prima del d.lgs. 39/10 – parametro di riferimento c.d. di *best practice* strumentale alla verifica della diligenza professionale usata nella sua condotta». Inoltre, ASSONIME, *Circolare n. 16. Il testo unico della revisione legale*, 3 maggio 2010, p. 62, ricorda la primaria importanza dei principi di revisione internazionali, poiché essi contengono sia «principi di comportamento che servono a fissare in concreto la misura della diligenza dovuta nello svolgimento dell'incarico, sia norme tecniche che riempiono di contenuto concreto gli obblighi previsti dalla legge». In argomento si v. anche M. PAIARDINI, Nota a Trib. Milano, 25 luglio 2008, in *Banca borsa tit. credito*, 2011, 113 s.; M. FATIGATO, *Sulla responsabilità della società di revisione: spunti minimi dal «caso» Parmalat*, nota a Trib. Milano, 4 novembre 2008, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2011, 70 s. Anche nel sistema previgente i principi di revisione assurgevano a ineludibile parametro di valutazione della diligenza professionale del revisore in «funzione integratrice» del dato normativo. Cfr. in giurisprudenza, Trib. Milano, 18 giugno 1992 in *Giur. it.*, 1993, I, sez. II, c.1, con nota di P. MONTALENTI, *Responsabilità extracontrattuale della società di revisione per negligente certificazione*, in cui si legge che «il grado di diligenza cui debbono attenersi le società di revisione è normalmente quello ricavabile dai principi di revisione elaborati e opportunamente diffusi dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti» (*ivi*, 7); Trib. Torino, 18 settembre 1993 in *Soc.*, 1994, 87, con nota di F. DI MAIO, *Quali responsabilità per i revisori contabili?*; in *Fall.*, 1994, 203, con nota di G. GIACALONE, *La responsabilità civile nell'attività di revisione contabile*; in *Giur. comm.*, 1994, II, 272, con nota di G. ROMAGNOLI, *Un caso di responsabilità della società di revisione nei confronti degli investitori per negligente certificazione*, confermata da App. Torino, 30 maggio 1995, in *Giur. it.*, 1996, II, I, sez. II, c. 376; in *Giur. comm.*, 1996, II, 492, con nota di P. VALENSISE; in *Danno e resp.*, 1996, 367, con nota di P. VALENSISE. In argomento anche App. Milano, 7 luglio 1998, in *Soc.*, 1998, 1171, con nota di V. SALAFIA, *Alcune questioni in materia di revisione contabile istituita volontariamente*; in *Giur. comm.*, 2000, II, 425, con nota di M. CONTE, *Responsabilità della società di revisione in caso di revisione volontaria nell'ambito di una due diligence*; in cui la Corte chiaramente afferma che, anche per la revisione volontaria, «il metro di diligenza cui commisurare l'ordinario operato deve dunque essere ricondotto in linea di massima ai principi di revisione del Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti, pur con la precauzione, sottolineata dalla dottrina, che la codificazione dei principi di revisione non esaurisce l'ambito dei parametri in base ai quali deve effettuarsi la revisione: in un senso, perché l'adozione di diversi principi di revisione può egualmente integrare la diligenza dovuta, e in senso contrario perché il rispetto dei criteri codificati può non essere sufficiente, in vista della realizzazione dell'interesse concreto del cliente». La sentenza è stata confermata da Cass., 18 luglio 2002, n. 10403, n. *Foro it.*, 2003, I, c. 2147, con nota di A. FABRIZIO-SALVATORE; in *Giur. comm.*, 2003, II, 441, con nota di T. DI MARCELLO, *La responsabilità delle società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*; in *Giur. comm.*, 2003, II, 598, con nota di T. LOMONACO, *Revisione volontaria e responsabilità extracontrattuale della società di revisione*; in *Giur. it.*, 2003, 672, con nota di R. MARAZZI, *Note in tema di contratto per persona da nominare e di responsabilità delle società di revisione contabile*; in *Dir. prat. soc.*, 2002, XXII, 63, con nota di A. BOCCIA; in *Soc.*, 2002, 1513, con nota di V. SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danni a terzi*. Si v., inoltre, Trib. Milano, 21 ottobre 1999, in *Giur. it.*, 2000, 567, con nota di R. WEIGMANN; Trib. Milano, 4 dicembre 2003, n. 16824, MAA Assicurazioni auto e rischi diversi S.p.A. c. Coopers & Lybrand S.p.A. (Nardo G.u.), inedita. Per un ampio ricorso alle regole contenute nei principi di revisione anche nel quadro della responsabilità da prospetto, cfr. Trib. Milano, 25 luglio 2008, G.u. Simonetti, in <http://www.ilcaso.it>. La giurisprudenza richiamata precisava che la società di revisione aveva l'onere di giustificare sulla base di precise ragioni di opportunità gli eventuali scostamenti dalle regole di *best practice* in essi codificate. Analogamente, parte della dottrina riconosceva che il mancato rispetto dei principi di revisione non costituiva di per sé illecito del revisore, nonostante tali principi – nel quadro della loro funzione integrativa del dato legale – avessero l'importante compito di «delimitare» la discrezionalità del revisore. Così, M. BUSSOLETTI, voce *Società di revisione*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 1091. In senso parzialmente difforme, F. BONELLI, *Responsabilità della società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, cit., 990 ss., il quale riteneva senz'altro negligente la società di revisione che non avesse correttamente adoperato i principi di revisione. Infine, per altri contributi dottrinali sul tema, si vedano P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., 1984; S. FORTUNATO, *La certificazione dei bilanci. Profili giuridici*, Napoli, 1985, 169 ss.; ID., *Commento all'art. 2409-ter, in Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 816, ove l'Autore precisa che i principi di revisione appartenevano «all'ampio genere delle "regole del costume sociale" o più esattamente professionali, che assumono rilevanza giuridica per il tramite della clausola generale della "diligenza professionale" (art. 1176) o del criterio di correttezza e buona fede nell'esecuzione dell'obbligazione (artt. 1175 e 1375)»; G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1988, 375 s., secondo il quale le regole tecniche «determinano la natura e il grado della diligenza professionale che dalla società di revisione si pretende», pur precisando che i

pertanto, il contenuto delle metodologie di rating dipende in larga misura dall'esperienza professionale delle agenzie. Anzi, in passato, le agenzie custodivano gelosamente il contenuto delle metodologie di rating, ritenendole una preziosa forma di *know how* in grado di differenziare i propri giudizi da quelli delle altre agenzie<sup>(346)</sup>.

In punto di responsabilità, il giudizio sulla correttezza del rating si risolve, dunque, quantomeno in un primo momento, in un giudizio sulla correttezza del procedimento attraverso il quale l'agenzia è pervenuta a una determinata valutazione sul merito di credito<sup>(347)</sup>. La correttezza sostanziale del giudizio di rating, riconoscibile esclusivamente a

---

principi e i criteri contabili, alla luce della normativa vigente all'epoca, si sarebbero dovuti applicare solo ove il dato positivo abbisognasse di integrazioni; G. PARTESOTTI, voce *Società di revisione*, cit., 9; G.M. BUTA, *Commento all'art. 164*, cit., 1360; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 275; C. DI NANNI, *Competenze e responsabilità della società di revisione*, in *I controlli esterni nelle società quotate. Ordinamenti ed esperienze a confronto. Atti del convegno (23 giugno 2003)*, a cura di C. Amatucci, Milano, 2005, 158 s.

<sup>(346)</sup> In argomento si v. F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 651, il quale, ricordando la tendenza delle agenzie di rating a mantenere il «segreto» sulle precise modalità di elaborazione delle proprie analisi, arriva a sostenere che tale segretezza è incompatibile con la tesi secondo la quale la sopravvivenza delle agenzie di rating sul mercato si spiegherebbe in termini di capitale reputazionale. L'Autore afferma, infatti, che «[t]his secretive, qualitative process is not the type of process one would expect if the agencies had survived based on their ability to withstand investor scrutiny and accumulated reputational capital». Sulla *reputational capital view* si rimanda al capitolo 2, § 1. Si rammenta, infine, che la «segretezza» che per lungo tempo ha caratterizzato le metodologie e i processi di rating è stata fortemente attenuata dagli interventi legislativi attuati da entrambi i lati dell'oceano, che, a più riprese, hanno imposto la pubblicazione delle metodologie di rating e una maggiore trasparenza nei processi di elaborazione dei giudizi.

<sup>(347)</sup> L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 455 ss., ritiene, in particolare, che «considerando un singolo rating o un piccolo numero di rating non è in genere possibile valutare *ex post* se una CRA abbia rispettato la dovuta diligenza. Per farlo occorrerebbe considerarne un numero elevato, su un arco di tempo sufficientemente ampio da consentire di confrontare i rating assegnati *ex ante* con i *default ex post*: ma ciò è difficilmente possibile nel quadro di un contenzioso» (*ivi*, 458). Secondo l'Autore citato, il livello di diligenza dovuta non sarebbe facilmente definibile nemmeno con riferimento al complessivo processo produttivo del rating, salvo il caso in cui il rating non abbia considerato dati rilevanti. Nel caso in cui l'inadempimento dell'agenzia di rating consista in una negligenza nel processo valutativo delle informazioni utilizzate esso sarebbe difficilmente dimostrabile (*ivi*, 461). Cfr. anche PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating*, 2003/2081 (INI), 24 gennaio 2004, disponibile su <http://www.europarl.europa.eu>, in cui il Parlamento europeo «rileva che i singoli casi di insolvenza, specie quelli dovuti a frode, non sono di per sé stessi la prova della scarsa efficacia di un'agenzia di rating in quanto le valutazioni riflettono la possibilità o la probabilità di insolvenza; solo se un numero di casi in cui si verifica insolvenza diverge in modo marcato dai criteri di riferimento per quel tipo di valutazione o se motivi di sospetto di una frode in casi specifici erano troppo ovvi per essere ignorati, si può affermare che il sistema abbia fallito». In argomento si veda altresì G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, cit., 105 ss., il quale ricorda che nei sistemi di rating non è ravvisabile alcuna promessa di identificare anticipatamente i casi di *default* e che, poiché «il rating esprime una probabilità [...], se si osserva il singolo caso a posteriori, la probabilità è sempre sbagliata per definizione» (*ivi*, 109). Negli Stati Uniti il problema della diligenza nello svolgimento dell'attività di rating è stato per lungo tempo risolto assimilando i giudizi di rating ai c.d. *forward-looking statements*, ossia a stime e congetture aventi ad oggetto accadimenti futuri. In particolare, lo standard di diligenza applicabile ai soggetti che elaborano tali stime e congetture sarebbe quello definito dalla c.d. *bespeaks caution doctrine* (cfr. il caso *In re Worlds of Wonder Securities Litigation*, 35 F.3d 1407 (1994)), in base alla quale la responsabilità per stime, congetture e proiezioni relative a eventi futuri sarebbe esclusa qualora esse siano accompagnate da precise avvertenze rivolte agli investitori circa il fatto che le medesime potrebbero rivelarsi errate alla prova dei fatti. Sul punto cfr. M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 75 s. La *bespeaks caution doctrine* venne poi recepita, a seguito dell'emanazione del *Private Securities Litigation Reform Act* nel 1995, nella disciplina federale statunitense attraverso l'introduzione di un vero e proprio *safe harbor*. Tuttavia, il *Dodd-Frank Act* ha provveduto a escludere i giudizi di rating dall'ambito di applicazione di tale esenzione. Sul punto si v. *supra*, capitolo 2, § 3.

posteriori, di per sé, infatti, non indica necessariamente un diligente svolgimento dell'attività di rating. Qualora il giudizio sia corretto, a prescindere dal rispetto della metodologia di rating, pare difficile l'accesso al rimedio risarcitorio, poiché non sarà riconoscibile alcun danno. D'altro canto, anche in presenza di un giudizio di rating inesatto, il corretto rispetto della *best practice*, racchiusa nelle metodologie di rating, parrebbe sufficiente ad escludere la responsabilità dell'agenzia. Da qui la fondamentale importanza delle prescrizioni in materia di metodologie e modelli di rating contenute nella legislazione europea.

Sotto il secondo profilo, invece, vengono in rilievo le fonti di informazione delle agenzie. In altre parole, l'agenzia di rating può basare i propri giudizi su informazioni fornite o verificate da altri soggetti, a patto che si tratti di «fonti affidabili»<sup>(348)</sup>. È evidente che sull'interpretazione di tale espressione si annida una questione centrale in termini di responsabilità, posto che l'aver fondato il giudizio su informazioni inesatte, che però provengano da fonti affidabili, può di per sé escludere la responsabilità dell'agenzia e, se del caso, far sorgere la responsabilità di tali soggetti.

Nello specifico, anche allo scopo di delimitare i confini della responsabilità delle agenzie di rating, nel sopra richiamato tentativo di definire quali siano le competenze e i doveri delle agenzie (*supra*, § 1.2.1. di questo capitolo), il problema centrale di questa materia attiene alla natura delle verifiche e dei controlli che le agenzie devono effettuare sulle informazioni, prodotte da soggetti terzi, che sono poste alla base dei propri giudizi.

Si è detto che le agenzie si servono di dati e informazioni provenienti dall'emittente (anche attraverso le comunicazioni effettuate al pubblico), del giudizio delle società di revisione e di informazioni (attendibili) altrimenti disponibili sul mercato. Si è altresì detto che la legislazione europea in materia di metodologie di rating, prendendo atto della molteplicità delle fonti informative di cui si servono le agenzie, si limita a disporre che le agenzie verifichino l'affidabilità di tali fonti. Occorre ora esaminare in cosa consistano tali verifiche e quale sia la natura dei controlli dovuti dalle agenzie sulle fonti informative di cui si servono. Tale indagine, è evidente, si intreccia con la accennata questione attinente al ruolo – se di vero e proprio *gatekeeper* ovvero di *gatekeeper* atipico – che l'ordinamento (nazionale e sovranazionale) attribuisce alle agenzie di rating. In altre parole, si tratta di stabilire se, alla luce del quadro normativo vigente, le agenzie di rating siano effettivamente il vertice di una piramide di controlli<sup>(349)</sup> e se, sotto questo profilo, debbano svolgere sulle proprie fonti informative un controllo di natura e portata analoga a quello che, ad esempio, le società di revisione svolgono sui dati contabili e di bilancio.

Il dato normativo fornisce una prima indicazione al riguardo. Infatti, mentre l'art. 15, comma 1, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, prevede una forma di responsabilità indiretta in

---

<sup>(348)</sup> L'allegato III, nn. 42 ss., nella formulazione introdotta dal Regolamento UE n. 462/2013, prevede una specifica ipotesi di violazione al riguardo.

<sup>(349)</sup> Come sembra sostenere L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 430, che difatti considera le agenzie di rating «al vertice della piramide informativa» e che, per tale ragione, ritiene che esse certifichino «tutto ciò che è stato effettuato dagli altri operatori economici nei precedenti passaggi». Più di recente (cfr. ID., *Danni da rating e rimedi degli investitori*, cit., 297 s.), il medesimo Autore ha osservato come sarebbe innegabile che «le società di rating si trovino sulla punta più alta di questa ideale piramide informativa e siano deputate, per loro natura, alla valutazione di tutte le informazioni che ricevono dagli altri operatori economici che, al contrario, si collocano sui gradini più bassi della piramide» e che, per tale ragione, non si potrebbe escludere la loro responsabilità «daddove venga riconosciuta la responsabilità degli altri soggetti che, prima di loro, hanno gettato i presupposti per la produzione del danno».

capo alle società di revisione per gli illeciti degli amministratori e della società revisionata nei confronti dei soci di questa e dei terzi, per i danni derivanti dall'inadempimento dei propri doveri, una tale forma di responsabilità non è attualmente prevista per le agenzie di rating, a conferma della diversa portata dei controlli che possono ragionevolmente attendersi da ciascuno di questi soggetti.

È pur vero che si tratta di una responsabilità solo *impropriamente* indiretta, nel senso che la società di revisione risponde dell'illecito altrui qualora il proprio operato sia comunque negligente. È, tuttavia, altresì vero che il contenuto dei doveri delle società di revisione nei confronti della società revisionata è, per certi versi, di ben altro tenore rispetto a quello dei doveri incombenti in capo alle agenzie di rating, sostanziandosi in buona parte in doveri di verifica circa la corretta tenuta della contabilità e la veridicità – sempre che di veridicità in senso stretto si possa parlare – dei dati riportati nel bilancio e nelle situazioni finanziarie periodiche; e sono proprio i compiti di controllo attribuiti alle società di revisione che giustificano una forma di responsabilità indiretta. In altri termini, è la stessa legge che attribuisce alla società di revisione compiti di controllo circa la rendicontazione, la corretta tenuta della contabilità e la corretta redazione del bilancio, tanto che il giudizio sul bilancio è pur sempre una «certificazione» – come del resto si esprimeva l'abrogato D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 – della rispondenza del bilancio alla effettiva situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società. L'attribuzione alle società di revisione di compiti di verifica circa l'attività della società in materia di tenuta della contabilità e redazione del bilancio è, dunque, legislativamente prevista ed è per tale motivo che la società risponde solidamente con gli amministratori e la società revisionata per gli illeciti di questi ultimi.

Niente di tutto ciò è riscontrabile, invece, con riferimento alle agenzie di rating che, a differenza delle società di revisione non svolgono una vera e propria attività di controllo. Le società di rating svolgono una verifica solo in senso lato delle informazioni sulle quali fondano le proprie valutazioni sul merito di credito e non un vero e proprio controllo istituzionalizzato a beneficio del mercato <sup>(350)</sup>. Nei fatti, sia il giudizio della società di revisione che il giudizio dell'agenzia di rating rappresentano utili strumenti in grado di far intuire all'investitore la convenienza dell'investimento o quantomeno il suo grado di rischio. Nonostante la funzione svolta dai due tipi di giudizio sia simile, un conto è un giudizio sul bilancio, che attesta, sia pure entro margini di errore che trascendono dalla colpa, la regolare tenuta della contabilità e la rispondenza del bilancio alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società, e un conto è un giudizio indipendente sul rischio di credito che non svolge alcuna vera e propria funzione di «certificazione» ma è al più assimilabile a un parere professionale di un soggetto competente in materia.

Tale soluzione interpretativa è confermata, da un lato, dall'assenza di veri e propri poteri ispettivi in capo alle agenzie di rating <sup>(351)</sup> – di cui, invece, sono fornite, seppure

---

<sup>(350)</sup> In tal senso si veda anche una delle prime pronunce della nostra giurisprudenza in materia di responsabilità dell'agenzia di rating (nei confronti dell'emittente): cfr. Trib. Milano, 1 luglio 2011, in *Danno e resp.*, cit., 178; in *Soc.*, cit., 1444, dove difatti la Corte precisa che «occorre chiedersi, in primo luogo, se l'agenzia abbia fornito in modo diligente e perito la propria prestazione professionale, avuto riguardo, essenzialmente alle proprie regole metodologiche e tecniche e senza alcuna pretesa di addebitare, a carico della stessa, l'obbligo di verifica – non sussistente dal punto di vista giuridico – circa la veridicità dei dati forniti dalla committenza».

<sup>(351)</sup> Si veda, ad esempio, quanto affermato nella decisione relativa al caso *Mallickerodt Chemical Works v. Goldman Sachs & Co. et al.*, 420 F. Supp. 231; 1976 U.S. Dist. LEXIS 13249; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,721, nel quale l'investitore riteneva di poter ravvisare, nella mancanza da parte delle agenzie di rating di un'attenta verifica delle informazioni raccolte, e nel non aver ottenuto l'accesso a informazioni riservate relative all'emittente, la prova della negligenza dell'agenzia di rating. La Corte adita ha affermato, invece, che

entro certi limiti, le società di revisione <sup>(352)</sup> – e, dall’altro, dalla tendenza legislativa, sempre più affermata, alla riduzione del c.d. valore regolamentare del rating.

Pertanto, l’agenzia di rating non è il vertice di una piramide di controlli, quanto piuttosto un esperto che svolge la propria attività su dati che, in parte, sono già stati oggetto di verifica e controllo da parte di terzi <sup>(353)</sup>. In linea generale, il fatto che l’agenzia di rating si basi su informazioni fornite da altri soggetti, alcune delle quali già sottoposte al controllo, ad esempio, della società di revisione o di un’autorità di settore, lungi dall’aggravare la responsabilità dell’agenzia, risulta piuttosto idoneo ad alleviarla <sup>(354)</sup>.

---

non poteva ritenersi sussistente in capo all’agenzia alcun dovere di diventare un *insider* rispetto all’emittente e quindi di svolgere alcun particolare tipo di indagine. Ricordano l’assenza di poteri ispettivi in capo alle agenzie di rating anche G. PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2012, 448 s.; M. PORZIO, *Alcune domande in tema di rating*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 384; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 342; e C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 768. In senso contrario sembrerebbe P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 131, il quale ritiene, infatti, che il Regolamento CE n. 1060/2009 abbia conferito alle agenzie di rating dei poteri *lato sensu* ispettivi. Al riguardo si rimanda altresì a quanto si è detto in precedenza al § 2.2. del secondo capitolo.

<sup>(352)</sup> Cfr. art. 14, commi 1 e 6, d.lgs. n. 39/2010, che prevedono un obbligo di controllo e verifica da parte del revisore sulla corretta tenuta della contabilità e sulla corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili e, a tal fine, riconoscono ai soggetti incaricati della revisione legale il diritto di ottenere «dagli amministratori documenti e notizie utili all’attività di revisione legale». Tali soggetti possono altresì «procedere ad accertamenti, controlli ed esame di atti e documentazione». Analoghi poteri di controllo ed esame sono attribuiti al revisore che si occupa della revisione del bilancio consolidato con riferimento alla contabilità delle società incluse nel perimetro di consolidamento. In argomento si veda G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 342, il quale osserva che «è indubbio che le società di revisione abbiano poteri ispettivi e di controllo, di cui sono prive le agenzie di rating». In senso analogo cfr. anche Trib. Milano, 1 luglio 2011, in *Danno e resp.*, cit., 178; in *Soc.*, cit., 1446.

<sup>(353)</sup> Il considerando (35) del Regolamento CE n. 1060/2009 specifica, infatti, che «per garantire la qualità del rating del credito, è opportuno che un’agenzia di rating del credito adotti misure per garantire che le informazioni utilizzate ai fini dell’assegnazione di un rating del credito siano affidabili. A tal fine un’agenzia di rating del credito dovrebbe poter prevedere, tra l’altro, l’affidamento a bilanci oggetto di revisione indipendente e comunicazioni al pubblico, verifiche da parte di prestatori di servizi di buona reputazione, controlli di campioni aleatori delle informazioni ricevute, o disposizioni contrattuali che stabiliscono chiaramente la responsabilità dell’entità valutata o di terzi ad essa collegati qualora le informazioni a titolo del contratto siano notoriamente sostanzialmente false o fuorvianti o qualora l’entità valutata o terzi ad essa collegati non abbiano condotto, come previsto dal contratto, una vigilanza adeguata circa l’adeguatezza delle informazioni».

<sup>(354)</sup> Così, ad esempio, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 118; ID., *La responsabilità da prospetto delle banche*, in *Banca borsa tit. credito*, 1987, I, 466 s., con riferimento alla responsabilità dell’intermediario-collocatore per le informazioni contenute nel prospetto che siano già state oggetto di un’autonoma istanza di revisione, «come tipicamente si verifica quando i bilanci, le cui risultanze vengono riprodotte nel prospetto, siano stati certificati da una società di revisione». Considerazioni analoghe sono svolte da P. MONTALENTI, *Tutela dell’investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, II, 453, con riferimento ai compiti di controllo dell’autorità di vigilanza del mercato, posto che essa, per sua natura, è più distante dall’emittente di altri soggetti, quali ad esempio la società di revisione o gli intermediari che intervengono nelle operazioni di collocamento titoli, e ha a sua disposizione un tempo limitato per i controlli che la legge le affida. L’Autore richiama sul punto G. FERRARINI, *L’ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e «self listings»*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2002, 23 ss. Secondo quest’ultimo, Borsa Italiana, sarebbe «legittimata a esprimere le proprie valutazioni sulla base dei dati e delle notizie rappresentate dall’emittente e “attestate” dallo sponsor, senza dover procedere ad ulteriori indagini». In argomento anche M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d’America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 260 s., il quale tuttavia ritiene che, adottando questo standard di diligenza, la tutela degli investitori rischi, a seconda dei casi, di diventare meno agevole.

Il fatto che la legge attribuisca ad altri soggetti compiti di controllo e verifica che possono essere definiti «di prima istanza» <sup>(355)</sup> ha senz'altro conseguenze sotto il profilo della responsabilità dell'agenzia di rating e sulla diligenza da essa esigibile. Una volta che tali controlli siano stati effettuati, l'agenzia potrà legittimamente fare affidamento sull'attività dei controllori di prima istanza e non sarà obbligata a svolgere alcun ulteriore controllo. In assenza di circostanze che lascino intendere diversamente, e non essendovi alcun espresso dovere di controllo sulla veridicità delle informazioni fornite dall'emittente o dalla società di revisione o da altri soggetti, l'agenzia di rating potrà fare affidamento su quanto ad essa comunicato o altrimenti reso noto, dovendosi ritenere obbligata a svolgere un'indagine maggiormente approfondita soltanto in presenza di circostanze che ragionevolmente condurrebbero un operatore professionale a dubitare circa l'esattezza e correttezza delle informazioni in questione <sup>(356)</sup>. In ogni caso, comunque, una tale indagine non potrà spingersi oltre la mera richiesta di delucidazioni o di ulteriore documentazione da parte dell'agenzia, richiesta che, pertanto, potrà anche essere disattesa.

A maggior ragione, non può attribuirsi all'agenzia di rating alcun compito in materia di scoperta di eventuali frodi commesse dalla società emittente, di cui si è, invece, spesso parlato con riferimento alla figura del revisore. Pare fuor di dubbio, infatti, che se l'agenzia

---

<sup>(355)</sup> Ad esempio, come ricorda anche A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit. 142 s., nell'ambito delle operazioni di sollecitazione all'investimento sul mercato primario, i controlli sul prospetto informativo sono innanzitutto attribuiti al reponsabile del collocamento, che oggi risponde delle inesattezze contenute nel prospetto ai sensi dell'art. 94, comma 9, TUF, e alla società di revisione (cfr. artt. 96 e 97, comma 3, TUF). Parimenti rilevante, sotto il profilo dei controlli, è il ruolo della Consob, che a norma dell'art. 94-*bis*, comma 1, TUF, «verifica la completezza del prospetto ivi incluse la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite» dall'emittente. Con riferimento alla responsabilità da prospetto dei soggetti menzionati dall'art. 94, commi 8 e 9, TUF, quali ad esempio l'offerente, il garante, l'intermediario e la società di revisione, si è affermato che essi devono effettuare un'attività di *due diligence* precedentemente alla pubblicazione del prospetto, «rispettando le regole previste dalla prassi del settore e verificando, anche autonomamente, le informazioni ricevute dall'azienda» (S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, cit., 792 s.). Anche in questo caso il problema è quello di stabilire quale debba essere la portata delle verifiche che tali soggetti debbono svolgere sulle informazioni ricevute da terzi. La risposta a un tale quesito non può, per ovvi motivi, che dipendere dal ruolo in concreto svolto dal soggetto considerato nell'ambito della procedura di emissione, offerta o quotazione e dai poteri/doveri che la legge gli attribuisce. Ci si aspetterà, in altre parole, un controllo più pervasivo e attento da parte di quei soggetti che, come la società di revisione, hanno specifici doveri di controllo circa la corretta tenuta della contabilità e la corretta redazione del bilancio, ovvero che, come l'intermediario responsabile del collocamento, hanno un più ampio accesso alla rilevante documentazione societaria. Si segnala, al riguardo, che alcune indicazioni sono state fornite dalla giurisprudenza statunitense che ha esaminato quale fosse lo standard di diligenza richiesto all'intermediario e agli esperti intervenuti nella redazione del prospetto con riferimento alle informazioni fornite dall'emittente. In sostanza, il quesito posto all'attenzione delle corti ha riguardato il contenuto della *due diligence* richiesta a questi soggetti e, in particolare, se questi potessero fermarsi a quanto dichiarato dall'emittente ovvero dovessero verificare autonomamente le informazioni fornite (cfr. il caso *Escott v. Bar Chris*, 283 F. Supp. 643, 697 (S.D.N.Y. 1986), dove la corte afferma che «the phrase "reasonable investigation" must be construed to require more effort on the part of the underwriters than the mere reporting in the prospectus of "data presented" to them by the company» e che «it is impossible to lay down a rigid rule suitable for every case defining the extent to which [the underwriters'] verification should go»). Per tale ragione, essendo di regola molto limitato il ruolo che l'agenzia di rating ricopre nell'ambito delle predette operazioni, poiché essa non partecipa, tra l'altro, alla predisposizione del prospetto, le attività di verifica che dovrà svolgere non sembrano andare oltre quanto di norma l'agenzia già fa nelle altre ipotesi in cui emette giudizi di rating non destinati alla inclusione in un prospetto.

<sup>(356)</sup> Considerazioni analoghe sono svolte, con riferimento alla responsabilità da prospetto della Consob, da P. MONTALENTI, *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, cit., 453, dove si afferma che l'autorità di vigilanza può fare affidamento sulle attestazioni provenienti da tali soggetti, «a meno che non si verifichino circostanze tali per cui un controllore professionale diligente sia da ritenersi ragionevolmente obbligato *to go behind*».



non sembra investita di veri e propri doveri di controllo e verifica circa l'attività dell'emittente, non potrà rientrare nella diligenza da essa esigibile la scoperta di eventuali frodi, né tantomeno la predisposizione di procedure di controllo volte a identificare possibili indizi di frode, come invece è stato affermato in relazione alle società di revisione<sup>(357)</sup>.

---

<sup>(357)</sup> La questione surrichiamata è stata da sempre oggetto di attenzione da parte della dottrina e della giurisprudenza, come ricorda S. FORTUNATO, *Commento all'art. 2409-ter*, cit., 818. Punto fermo dell'elaborazione giurisprudenziale in materia è rappresentato dal riconoscimento del fatto che i compiti della società di revisione non esauriscono «l'attività di controllo sull'operato degli amministratori, spettando al solo collegio sindacale di “controllare l'amministrazione della società e vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo”, cioè di esercitare un controllo, anche di merito, che va al di là di quanto previsto» dalla legge (Trib. Milano, 18 giugno 1992, cit., c.7). In dottrina cfr. G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, cit., 373; C. DI NANNI, *Competenze e responsabilità della società di revisione*, cit., 147 s. Espressione dell'opinione riportata nel testo, sia pure con gli adattamenti del caso, sembrerebbero essere alcuni sviluppi della c.d. *in pari delicto defense* degli ordinamenti di *common law* quale strumento di *corporate governance*, riconducibili – come ricorda P. GIUDICI, *Auditors' Multi-Layered Liability Regime*, cit., 24 – all'assunto secondo il quale «independent directors are better positioned to ferret out corporate fraud than auditors», implicando che «auditors generally should not take on their shoulders any liability for wrongdoings committed by the managers appointed by the shareholders». In siffatto contesto non pare potersi affermare che in capo alla società di revisione vi sia un vero e proprio «obbligo» di scoperta delle frodi eventualmente commesse (cfr. in tal senso anche Trib. Milano, 21 ottobre 1999, cit.). Al riguardo è, dunque, generalmente riconosciuto che tra i compiti del revisore non rientra quello di garantire la «veridicità» del bilancio. Pur non essendo assimilabile a un «investigatore»; egli deve, tuttavia, compiere le indagini conformi alla diligenza richiesta dalla natura del suo incarico, tenendo sempre presente la possibilità che, dietro a irregolarità del bilancio o delle scritture contabili, si celino frodi poste in essere da amministratori, dirigenti e altri dipendenti della società. Cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E CONSIGLIO NAZIONALE DEI RAGIONIERI, *La responsabilità del revisore nel considerare le frodi nel corso della revisione contabile del bilancio. Documento n. 240*, disponibile su <http://www.cndcec.it>, § 2. Il principio n. 240, infatti, «richiede al revisore di mantenere un atteggiamento di scetticismo professionale durante lo svolgimento dell'attività di revisione, tenendo presente la possibile esistenza di errori significativi dovuti a frodi indipendentemente dalla esperienza precedentemente acquisita presso l'impresa in merito all'onestà e all'integrità della direzione e dei responsabili delle attività di governance». Così anche IAASB, *Principio di revisione internazionale (ISA) 240. Le responsabilità del revisore relativamente alle frodi nella revisione contabile del bilancio*, pubblicato il 21 ottobre 2010, disponibile su <http://www.cndcec.it>, § 10. La società di revisione, a seguito di una preliminare attività di identificazione dei rischi, dovrà quindi attuare procedure di controllo specificamente rivolte alla loro minimizzazione e all'accertamento delle frodi. Si veda, al riguardo, G.M. BUTA, *Commento all'art. 164*, cit., 1356 e 1364, la quale ribadisce che la società di revisione «non assume la responsabilità primaria dell'individuazione di frodi o altre irregolarità: ha invece il compito di programmare ed eseguire il suo incarico di revisione nel miglior modo possibile, in maniera tale da poter verosimilmente individuare la presenza di gravi inesattezze contenute nei conti, siano esse dovute a frode, irregolarità o altri errori»; e specifica che «anche se i revisori non “garantiscono” la scoperta di frodi o altre irregolarità, spesso accortamente occultate dagli amministratori e/o dai dipendenti della società revisionata, devono comunque considerare la possibilità che si verifichino tali fatti, e conseguentemente devono adottare procedure *ad hoc* per accertarne l'esistenza, investigando sull'attività della società ove emergano situazioni in grado di suscitare sospetto». L'Autrice ribadisce il suo pensiero in due successivi lavori (G.M. BUTA, *La revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 15 – Responsabilità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 166; ID., *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle s.p.a.*, Torino, 2005, 65 ss.). Si v. in tal senso anche F. BONELLI, *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, cit., 995 ss.; secondo il quale, infatti, si potrebbero estendere al caso italiano alcune soluzioni interpretative affermatesi negli Stati Uniti, ed in particolare il principio in base al quale «seppure i controlli della società di revisione non possano garantire (e non abbiano la finalità primaria) di scoprire le sottrazioni o analoghe dolose irregolarità, spesso abilmente mascherate nella contabilità e nella documentazione della società revisionata, i certificatori devono essere consapevoli della possibilità di simili evenienze e devono pertanto adottare apposite procedure per verificare se esse siano presenti, facendo indagini particolarmente approfondite ove emergano circostanze che possano far sorgere sospetti». In tal senso anche R. CALDARONE – G. TUCCI, *La responsabilità nell'esercizio dell'attività di revisione e certificazione del bilancio: prime pronunce della giurisprudenza e tendenze evolutive*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 309 ss., ove si sottolinea l'importanza di svolgere controlli incrociati tra i libri sociali e i dati in possesso dei terzi onde

In generale, dunque, si può affermare che la sussistenza di una responsabilità per omesso controllo richiede la sussistenza di un preciso dovere di verificare la veridicità delle informazioni fornite, sia pure senza che ciò comporti l'assunzione, in capo al soggetto gravato del predetto dovere, di alcuna garanzia in ordine all'esattezza e veridicità delle medesime <sup>(358)</sup>. In ogni caso, poi, l'accertamento della responsabilità non può prescindere dall'estensione dei poteri attribuiti dall'ordinamento al soggetto della cui responsabilità si discorre <sup>(359)</sup>.

Pertanto, con riferimento alle agenzie di rating, questo vale a escludere la praticabilità di una forma di responsabilità (sia pure impropriamente) indiretta, e impone di tenere conto, ai fini di un corretto inquadramento del ruolo che le agenzie di rating svolgono a beneficio degli investitori e del mercato, del fatto che la legge non attribuisce poteri ispettivi all'agenzia di rating e che pertanto, il corretto esercizio dei «poteri» riconosciuti dalla legislazione europea alle società di rating non è in grado, in linea di massima, di evitare il danno per gli investitori. Semmai, l'emissione di un giudizio di rating negativo può segnalare una situazione difforme da quella rappresentata dalla società. Si tratta di un esito simile, ma non esattamente coincidente.

---

verificare la corretta rilevazione dei fatti di gestione nella contabilità e, in generale, al fine di ottenere un «quadro completo e veritiero della situazione sociale»). Nella medesima direzione va il surrichiamato principio di revisione nazionale n. 240 quando, ad esempio, esclude qualsiasi obbligo di verifica dell'autenticità della documentazione esaminata in capo al revisore, poiché tale compito travalicherebbe l'ambito delle proprie competenze professionali. D'altra parte, però, esso identifica una serie di indizi di frode che dovrebbero indicare al «buon revisore» la necessità di controlli più approfonditi.

<sup>(358)</sup> In senso analogo, sia pure con riferimento alla responsabilità da prospetto della Consob, A. TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*, in *Corr. giur.*, 2004, 941, il quale, per quanto riguarda la distinzione tra obbligo di verifica e obbligo di garanzia delle informazioni contenute nel prospetto rimanda a G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, cit., 161 (nota 35). L'orientamento largamente maggioritario in materia ritiene che la rilevanza giuridica di un'omissione (di un obbligo di controllo) richieda la sussistenza di un preesistente dovere di agire a carico di un soggetto determinato, che deriva, di regola, dalla legge ovvero da un contratto. Sul punto è chiarissimo, ad esempio, G. CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, Padova, 1966, 260, il quale osserva che «[s]e è possibile affermare che qualunque atto positivo (naturalmente doloso o colposo), da chiunque sia posto in essere, obbliga il suo autore a risarcire il danno prodotto, non si può analogamente pensare che chiunque abbia la possibilità di intervenire, al fine di evitare l'evento dannoso di cui trattasi, sia tenuto a farlo, con la conseguente sanzione del risarcimento in caso di inattività». In senso analogo si vedano anche P. TRIMARCHI, voce *Illecito (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XX, Milano, 1970, 99 ss.; M. BUSSANI, *La colpa soggettiva. Modelli di valutazione della condotta nella responsabilità extracontrattuale*, Padova, 1991, 38, sia pure con riferimento alla responsabilità omissiva dei c.d. soggetti «deboli»; M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1993, 154 s; ID., *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. Franzoni, I, Milano, 2010, 218 ss.. In particolare, con riferimento alle ipotesi di responsabilità indiretta, già A. DE CUPIS, *I fatti illeciti*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da G. Grosso e F. Santoro-Passarelli, Milano, 1961, 61 s., aveva osservato che «[s]i prospetta la questione se, oltre alle ipotesi [di responsabilità indiretta] espressamente indicate nella legge, possano ammettersene altre. Al riguardo, è stato rilevato che l'elenco di quelle ipotesi ha carattere tassativo. Ma se al di fuori di esse non può accogliersi la presunzione legale di colpa, nulla vieta che venga provata dal danneggiato la colpevole violazione di un dovere di vigilanza, e che l'autore di tale violazione sia dichiarato responsabile. Certo, trattandosi di un fatto negativo, consistente nel "non avere impedito" un fatto altrui, *sempre occorre che sia stato commesso in violazione di un obbligo contrario di contenuto positivo*» (enfasi aggiunta). In giurisprudenza, Cass. 11 marzo 1991, n. 2555, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2802, con nota di V. LENOCI, *Sulla responsabilità della banca per danni da rapina subiti dal cliente*, Cass. 14 ottobre 1992, n. 11207, in *Giust. civ. mass.*, 1992, 1450; Cass. 25 settembre 1998, n. 9590, in *Danno e resp.*, 1999, 672, con nota di E. GARZIA, *La fonte dei doveri di agire: il "bramble bush" della Cassazione*.

<sup>(359)</sup> Così, con riferimento alla responsabilità civile della Consob, G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, cit., 334 s.; A. TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*, cit., 942; A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, nota a Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Foro it.*, 2001, I, 1149.

### 1.2.2. Le agenzie di rating quali *gatekeeper* atipici del mercato finanziario.

A differenza di altri *gatekeeper* operanti sul mercato, quali le società di revisione, che, svolgendo anche un' autonoma attività di indagine, valutano l' accuratezza delle informazioni fornite dalla società al mercato tramite le relazioni finanziarie annuali e periodiche, o financo gli analisti finanziari, che contattano tutte le possibili fonti di informazione al fine di fornire le proprie raccomandazioni di investimento; le agenzie di rating si sono basate per lungo tempo essenzialmente su quanto appreso dalle società valutate <sup>(360)</sup>. Questo ha comportato che in presenza di un' informativa scorretta o inadeguata da parte della società valutata anche il giudizio di rating non potesse essere corretto (c.d. «GIGO *Effects*», *Garbage In – Garbage Out*) <sup>(361)</sup> e ha costituito un' importante differenza tra le agenzie di rating e gli altri *gatekeeper* del mercato, differenza che parrebbe in qualche misura destinata a permanere. La vigente normativa europea, infatti, pur compiendo un passo avanti in materia di trasparenza delle metodologie e disciplina dell' attività di rating, per quanto riguarda le fonti informative utilizzate dalle agenzie, si limita a prescrivere che queste debbano fare ricorso a dati e informazioni provenienti da fonti affidabili, senza prevedere veri e propri compiti di controllo o attribuire corrispondenti poteri ispettivi <sup>(362)</sup>.

Inoltre, si è detto che, più che verificare dati e informazioni eteroprodotte, le agenzie di rating forniscono esse stesse informazioni, come dimostra anche il fatto che il rating sul merito di credito di un titolo o di un' impresa ben può essere errato o non accurato pur in presenza di un' informativa esaustiva e corretta da parte della società emittente <sup>(363)</sup>. E, sotto questo profilo, se proprio vi è un *gatekeeper* al quale assimilare le agenzie di rating, come è stato sottolineato in relazione alla valutazione dei titoli strutturati <sup>(364)</sup>, si tratterebbe della figura dell' analista finanziario, che svolge un' attività di consulenza finalizzata alla formulazione di raccomandazioni di investimento dietro compenso. Nel caso delle agenzie di rating, l' attività di consulenza sarebbe invece finalizzata all' ottenimento da parte del titolo o dell' emittente valutato del miglior rating possibile e consisterebbe nella elaborazione di una valutazione avente carattere informativo.

È, dunque, su queste premesse che occorre valutare se le agenzie di rating siano riconducibili alla figura del *gatekeeper* di mercato.

Come gli altri *gatekeeper*, le agenzie di rating contribuiscono alla trasparenza del mercato attraverso un servizio che, come risultato, avrebbe quello di colmare le asimmetrie informative circa il merito di credito di emittenti ed emissioni obbligazionarie. Caratteristica comune agli altri *gatekeeper* è, dunque, quella di contribuire alla riduzione per gli emittenti dei costi di accesso al mercato dei capitali e alla risoluzione di problemi di selezione avversa, attraverso meccanismi di differenziazione dei prodotti finanziari basati sia sulla reputazione dell' intermediario – in questo caso dell' agenzia di rating – sia sull' efficacia

---

<sup>(360)</sup> J.C. COFFEE JR, *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 15 ss.

<sup>(361)</sup> J.C. COFFEE JR, *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, cit., 16.

<sup>(362)</sup> Negli Stati Uniti non sembra, infatti, che la situazione sia destinata a cambiare nonostante i menzionati interventi di riforma apportati dalla *Section 935 del Dodd-Frank Act* (v. *supra*, capitolo 2, § 1.3.1.). Parimenti, all' interno dell' Unione Europea, anche a seguito del Regolamento UE n. 462/2013 non si ravvisano disposizioni volte a obbligare le agenzie a svolgere una vera e propria attività di *due diligence*.

<sup>(363)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 66.

<sup>(364)</sup> A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 775 s., che richiama sul punto la sentenza pronunciata nel caso *In re Fitch* (v. *supra*, capitolo 2, § 2.1.2.).

dell'attività di quest'ultimo nel segnalare la qualità (o alcune delle qualità) di un dato investimento finanziario <sup>(365)</sup>. Specialmente per quanto riguarda il mercato dei titoli strutturati – che, in Italia, è legato a doppio filo all'industria del rating dall'art. 2, comma 4, l. n. 130/1999 – e le altre ipotesi in cui il rating continua ad avere valore regolamentare – destinate, comunque, a diminuire a seguito degli ultimi interventi normativi – si può dire che l'agenzia di rating svolge un'attività di controllo «all'ingresso» del mercato, poiché, nel primo caso, senza l'emissione del giudizio di rating il titolo non può in nessun caso essere offerto a investitori non professionali, mentre, nel secondo, esso comunque condiziona l'appetibilità di alcune forme di investimento per particolari tipologie di investitori. In generale, comunque, nell'offerta al pubblico di prodotti finanziari *unsecured*, il controllo all'ingresso del mercato delle agenzie di rating è solo eventuale e, sostanzialmente, si risolve nella predetta funzione di riduzione delle asimmetrie informative, più che in un vero e proprio controllo. Qui si esauriscono, tuttavia, le similitudini con gli altri *gatekeeper*. A differenza della società di revisione, l'agenzia di rating non è fornita di poteri di controllo o di ispezione; a differenza degli intermediari che intervengono nelle operazioni di collocamento, le agenzie di rating, di norma, non sono direttamente coinvolte nella ideazione, strutturazione e messa in atto delle operazioni di sollecitazioni all'investimento e, talvolta, possono non avere un altrettanto ampio accesso alla documentazione societaria; a differenza degli analisti finanziari, che operano sul diverso mercato dell'*equity*, spesso si servono di un minore numero di fonti di informazione, tendenzialmente fanno riferimento a quanto appreso dall'emittente e, soprattutto, emettono giudizi che conservano, in certe ipotesi, un più o meno ampio valore regolamentare <sup>(366)</sup>.

Se si considera anche che il *gatekeeper* dovrebbe avere la funzione di segnalare gli investimenti di cattiva qualità, comportando eventualmente l'uscita dal mercato dell'emittente che li proponga, è evidente che le agenzie di rating, anche in ragione dell'assenza di penetranti poteri di controllo, non possano svolgere pienamente tale funzione. Inoltre, mentre l'attività della società di revisione, degli intermediari che intervengono nel processo di collocamento e degli analisti finanziari tendenzialmente ha riguardo alla qualità degli investimenti finanziari nella loro totalità, non può non sottolinearsi che il rating ha ad oggetto esclusivamente il rischio di credito e non precisamente la «qualità» dell'investimento complessivamente considerato. L'agenzia di rating solo *indirettamente* segnala gli investimenti di cattiva qualità, a seconda del peso che si attribuisca al merito di credito del debitore in relazione a quella particolare opportunità di investimento.

Il ruolo di *gatekeeper* tradizionalmente assegnato alle agenzie di rating ha condotto parte della dottrina statunitense ad interrogarsi circa la possibilità di costruire la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori (o di introdurre una) nelle forme della *gatekeeper liability* <sup>(367)</sup>, in base alla quale le agenzie di rating sarebbero responsabili, nella loro veste di *gatekeeper*, per non aver vigilato adeguatamente sulle società emittenti (o sulle società chiuse che avessero comunque richiesto l'emissione del giudizio)

---

<sup>(365)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 24.

<sup>(366)</sup> Al riguardo si veda il Considerando (8) del Regolamento UE n. 462/2013, dove si precisa che «i rating del credito, a differenza delle ricerche in materia di investimenti, non sono mere opinioni in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria» e che «le agenzie di rating del credito non sono semplici analisti finanziari o consulenti in materia di investimenti» poiché «i rating del credito hanno *valore regolamentare* per gli investitori soggetti a regolamentazione, quali gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e altri investitori istituzionali» (*enfasi aggiunta*).

<sup>(367)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 64 ss.

e, dunque, risponderebbero dei danni da queste arrecati. Tuttavia, anche a seguito di un'acquisita consapevolezza circa il ruolo effettivamente svolto dalle agenzie di rating sui mercati finanziari, una siffatta forma di responsabilità, riconducibile, nel nostro ordinamento, agli schemi della responsabilità vicaria o indiretta, è apparsa a molti inadeguata. Malgrado le agenzie di rating abbiano, forse, svolto una funzione di «controllo» del merito di credito delle imprese, anche in virtù del valore regolamentare attribuito al rating dalla legislazione statunitense (ed europea), oggi «the “gatekeeper” concept is not the best framework for analyzing rating agencies»<sup>(368)</sup>, e di ciò occorre tenere conto anche in punto di responsabilità.

Salve le ipotesi in cui il rating abbia valore regolamentare, riconducibili, in sostanza, alla materia della vigilanza prudenziale, posto che le agenzie non hanno veri e propri doveri di «attestazione» discendenti da una espressa previsione normativa<sup>(369)</sup>, e considerando le caratteristiche dell'attività di rating come delineate dalla normativa europea e gli obblighi che questa pone in capo alle medesime, pare seriamente difficile immaginare che le agenzie siano responsabili, nella loro veste di *gatekeeper*, per non aver vigilato adeguatamente su emittenti, loro amministratori etc., e, quindi, che esse rispondano per i danni da questi arrecati agli investitori.

A ciò si aggiunga che, a differenza che nel mercato statunitense, la struttura «a proprietà concentrata» del mercato del controllo europeo – e in particolar modo italiano – diminuisce in generale la rilevanza della funzione «di controllo» che i *gatekeeper* svolgono a beneficio degli investitori. I controlli svolti da tali soggetti, infatti, assumono maggiore pregnanza in presenza di un azionariato estremamente diffuso che non è grado di monitorare adeguatamente l'attività del *management*. Laddove, invece, gli azionisti siano pochi o, come accade anche per molte società quotate italiane, a una moltitudine di azionisti dispersi si aggiunga un azionista di controllo, si comprende come il ruolo ricoperto dai *gatekeeper* sia in parte diverso, ossia sia quello di svolgere una funzione di monitoraggio indiretto a beneficio di investitori istituzionali e piccoli azionisti il cui peso all'interno della società non è tale da consentire di fare riferimento direttamente a componenti del *management*<sup>(370)</sup>.

Nei sistemi a proprietà concentrata, dunque, per le caratteristiche della struttura del mercato, che consentono all'azionista (o al gruppo di azionisti) di riferimento di monitorare in maniera più pervasiva l'attività del *management*, il ruolo dei *gatekeeper* appare, in generale, meno incisivo che nei sistemi a proprietà diffusa. Ciò non toglie, ovviamente, importanza all'attività di coloro che, come le agenzie di rating, sono tradizionalmente considerati *gatekeeper*, ma invita a inquadrare più correttamente il ruolo che essi svolgono all'interno del mercato, anche avendo riguardo alle caratteristiche di quest'ultimo.

---

<sup>(368)</sup> J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and The “Worldwide Credit Crisis”: The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal For Improvement*, cit., 65. In argomento si veda anche F. ANNUNZIATA, *Lowering expectations on ratings: a comment on Claire Hill's and Bénédicte François' reports*, cit., 70, secondo il quale «one should be extremely careful in treating rating agencies as gatekeepers of the market, as this would ultimately imply empowering the agencies with an influence *that they should not have*».

<sup>(369)</sup> La definizione di *gatekeeper*, quali «soggetti privati che intervengono nel processo [di sollecitazione o di quotazione in borsa], anche con imputazione, di fonte normativa, di specifici doveri di attestazione, da cui può discendere la loro civile responsabilità» è di P. MONTALENTI, *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, cit., 450.

<sup>(370)</sup> P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 162, osserva infatti che, nei sistemi a proprietà concentrata, una maggiore «attenzione per la struttura del governo societario e lo sviluppo dei *gatekeepers* legali e di mercato» si è avuta a seguito dell'aumento delle acquisizioni e dell'espansione del mercato del controllo societario.

Alla luce di quanto detto finora si possono, dunque, individuare alcuni punti fermi da cui prenderà le mosse la successiva trattazione.

In primo luogo, l'attività delle agenzie di rating è fortemente legata alla struttura e alle dinamiche del mercato e contribuisce al suo sviluppo e al suo buon funzionamento, riducendo le asimmetrie informative e incrementandone la trasparenza. O *rectius*, così dovrebbe essere in uno scenario fisiologico. Per tale ragione, la materia della responsabilità delle agenzie di rating, che pure è riconducibile alla responsabilità per diffusione di informazioni inesatte, deve tenere conto della peculiarità del luogo dove tali informazioni sono diffuse, ossia il mercato. In questo senso, alle regole tradizionali della responsabilità civile vengono in soccorso regole proprie del diritto dei mercati finanziari, che consentono di tenere meglio presenti le esigenze di tutela degli investitori e di tutela del buon funzionamento del mercato.

In secondo luogo, l'attività delle agenzie di rating, specie nel caso di operazioni di appello al pubblico risparmio che richiedono la pubblicazione di documenti informativi, si accompagna e si sovrappone a quella di altri soggetti <sup>(371)</sup>. Ne deriva la necessità di definire esattamente quali sono i compiti e i doveri delle agenzie di rating, poiché solo in rapporto ai compiti loro affidati, in primo luogo dalla legislazione vigente, è possibile un'indagine in termini di responsabilità.

In terzo e ultimo luogo, nonostante le agenzie di rating svolgano, in senso lato, la funzione del *gatekeeper* di mercato, e siano accostate ad altre figure, anch'esse tradizionalmente considerate *gatekeeper*, si deve cercare di non appiattire il ruolo delle agenzie di rating a quello di un controllore all'ingresso del mercato, tentando, altresì, di individuare le differenze tra agenzie di rating e altri *gatekeeper*, con tutte le implicazioni che ciò ha in termini di differenziazione del regime di responsabilità applicabile. Al riguardo, particolare importanza deve essere attribuita al fatto che le agenzie di rating non hanno veri e propri compiti di controllo, e ciò basta ad escludere la configurabilità di una responsabilità, anche impropriamente, indiretta (e per questo motivo solidale) dell'agenzia per gli illeciti commessi dall'emittente e dai suoi organi. Se vi è spazio per la solidarietà nel risarcimento del danno, al di fuori di una previsione espressa, esso andrà ricercato nell'ambito di applicazione dell'art. 2055 c.c. e, quindi, nell'ambito del concorso di più soggetti alla produzione del medesimo fatto dannoso.

## **Sezione II – La responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating.**

### **2. Profili introduttivi.**

Il problema dell'ampiezza e dell'estensione della responsabilità dell'agenzia di rating, che, come accennato, dipende in larga misura – ma non solo – dalla possibilità che l'agenzia di rating risponda in solido con altri soggetti per i danni arrecati agli investitori, richiede di tenere presente la dimensione marcatamente plurisoggettiva delle operazioni di appello al pubblico risparmio e della diffusione di informazioni al mercato. Le agenzie di rating

---

<sup>(371)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 53, ricorda che «basta una mera ricognizione delle norme contenute nel t.u.f. e nel Regolamento Emittenti per rilevare, all'interno del procedimento che la legge individua per la diffusione dell'informazione al mercato, la presenza di una pluralità di soggetti (l'offerente, l'emittente, i suoi amministratori e sindaci, la società di revisione, il responsabile del collocamento, l'intermediario incaricato del collocamento) variamente regolati a seconda del ruolo rivestito».

collaborano con altri soggetti nel corso delle sollecitazioni all'investimento, si basano su informazioni provenienti da terzi e contribuiscono all'informazione del mercato in un quadro in cui il pubblico degli investitori è destinatario di comunicazioni di ogni sorta che, se non hanno ad oggetto il rischio di credito associato a un particolare investimento, possono comunque veicolare notizie rilevanti in tal senso. L'analisi della iterazione tra plurisoggettività e estensione della responsabilità eventualmente sussistente in capo alle agenzie di rating non può dunque che cominciare dalla responsabilità da prospetto. Il prospetto è infatti esempio emblematico della dimensione plurisoggettiva che caratterizza sia le operazioni di appello al pubblico risparmio, sia la diffusione di informazioni al mercato, poiché si tratta di un documento volto a sollecitare l'investimento del pubblico alla cui redazione partecipano più soggetti.

Vi è dunque da chiedersi non soltanto che ruolo abbiano le agenzie di rating nella redazione del prospetto e se vi sia spazio per la configurabilità di una solidarietà risarcitoria tra le agenzie di rating, i cui giudizi sono inclusi nei prospetti informativi, e coloro che li redigono, ma, a monte, se sia configurabile una vera e propria responsabilità «da prospetto» delle agenzie di rating, dotata di caratteri di specialità, quale sia la disciplina ad essa applicabile e, in particolare, se ad essa possa applicarsi la norma che nel nostro ordinamento disciplina la responsabilità da prospetto dell'emittente, dell'offerente, dell'eventuale garante e delle altre persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto (art. 94, comma 8, TUF). Il quesito è di indubbia rilevanza in un'analisi sui profili di responsabilità delle agenzie di rating, alla luce dell'inversione dell'onere probatorio del dolo e della colpa che detta norma dispone a favore degli investitori. Notevoli sarebbero le differenze pratiche che discenderebbero dall'applicabilità dell'art. 94 TUF – norma di riferimento per tutti i casi di responsabilità da prospetto – rispetto alla disciplina risultante dall'art. 35-*bis*, Regolamento CE n. 1060/2009, e dall'art. 2043 c.c., in combinato tra di loro. Nel primo caso, infatti, e non nel secondo, l'inversione dell'onere della prova legislativamente prevista comporterebbe una disciplina più favorevole all'investitore in punto di dimostrazione dell'elemento soggettivo in giudizio. Si tratta, perciò, di una disciplina che potrebbe essere determinante per l'effettività della tutela delle ragioni dell'investitore e il suo esame, come un'analisi su profili più marcatamente attinenti alla solidarietà risarcitoria, contribuisce a definire i confini della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti del mercato.

## **2.1. La responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating.**

È affermazione ricorrente, mutuando l'espressione utilizzata dall'art. 94, comma 2, TUF, che il prospetto d'offerta – e, pertanto, sia il prospetto pubblicato in occasione della prima emissione, sia il prospetto pubblicato in occasione dell'offerta al pubblico di titoli già emessi – abbia la funzione di consentire agli investitori di assumere scelte di investimento consapevoli, posto che esso deve contenere, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, «tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti» <sup>(372)</sup>. Non è, dunque, un caso che la disciplina dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari si apra con le norme sul prospetto e, in particolare, con le disposizioni

---

<sup>(372)</sup> Così si esprime, appunto, l'art. 94, comma 2, TUF, mutuando in gran parte la propria terminologia dall'art. 5, par. 1, della direttiva 2003/71/CE (c.d. Direttiva Prospetto).

che disciplinano il suo contenuto e la responsabilità dei soggetti chiamati a redigerlo, confermando la centralità di questo strumento ai fini dell'informazione del pubblico.

Disciplina in gran parte analoga a quella prevista per il prospetto d'offerta, alla luce della identità degli interessi sottesi, è prevista anche con riferimento al prospetto di quotazione, stante il rinvio operato dall'art. 113, comma 1, TUF. Quando alla prima emissione si accompagni l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari offerti, il prospetto predisposto per la quotazione dovrà essere integrato delle informazioni ulteriori richieste ai fini del prospetto d'offerta. Ciò nonostante, alla luce del predetto rinvio, anche laddove il prospetto riguardi esclusivamente l'ammissione alle negoziazioni, il contenuto di tale documento informativo sarà in buona parte analogo a quello previsto in generale con riferimento alle operazioni di offerta al pubblico, salvi gli opportuni adattamenti richiesti dalla domanda di ammissione alle negoziazioni. Anche in tale ipotesi sussistono, infatti, le esigenze di tutela del pubblico e di efficienza e trasparenza del mercato che giustificano, in generale, la previsione di regole in materia di *disclosure* che assistano l'investitore nell'assunzione delle proprie scelte di investimento e assicurino, nel contempo, il corretto andamento delle negoziazioni sul mercato<sup>(373)</sup>. Questa è, del resto, la ragione per cui le previsioni della direttiva 2003/71/CE (c.d. Direttiva Prospetto) si applicano indistintamente ai prospetti d'offerta e di quotazione<sup>(374)</sup>.

La disciplina del prospetto è unitaria anche per quanto riguarda la materia della responsabilità civile. L'art. 6 della Direttiva Prospetto lascia, invero, un buon margine di discrezionalità in materia agli Stati membri, prevedendo esclusivamente che la responsabilità per le informazioni contenute nel prospetto debba essere attribuita «almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi» e richiedendo, solamente, che le persone responsabili siano chiaramente indicate nel prospetto, unitamente a una loro attestazione «certificante che per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata». Non stupisce, dunque, che la previsione dettata in materia di prospetto di offerta al pubblico di vendita e di sottoscrizione dall'art. 94, comma 8, TUF, in diretta attuazione dell'art. 6 della Direttiva Prospetto, secondo la quale «l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non

---

<sup>(373)</sup> Mentre il prospetto di quotazione «è diretto a fornire dati e notizie che serviranno agli investitori per assumere decisioni di investimento in (o disinvestimento da) valori mobiliari negoziati in un mercato regolamentato», il prospetto di offerta, pur essendo sempre destinato agli investitori, «fornisce ad essi i dati e le notizie necessarie per decidere se investire o meno nei valori mobiliari che vengono offerti in vendita od in sottoscrizione». Si è osservato, tuttavia, che una tale differenza non deve in ogni caso essere enfatizzata, posto che «al di là dei profili differenziali appena evidenziati, sussiste una profonda identità tra le due categorie di prospetti in termini funzionali. Tanto il prospetto di quotazione quanto quello di offerta pubblica sono diretti a consentire l'assunzione di decisioni consapevoli d'investimento, poco importa che l'investimento avvenga in valori appena ammessi a quotazione oppure in valori oggetto di un'offerta pubblica» (cfr. G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, cit., 251). In argomento si veda anche P. MARCHETTI, *Note sul prospetto informativo*, cit., 45 ss.

<sup>(374)</sup> Cfr. considerando (1), Direttiva Prospetto. In argomento P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, 2012, 1073. Si veda anche S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, cit., 785 s.



presentassero omissioni tali da alterarne il senso», per espressa previsione dell'art. 113, comma 1, TUF, si applichi anche al prospetto di quotazione.

Qualora l'ammissione alle negoziazioni non sia preceduta da un'offerta al pubblico non potrà, invece, applicarsi il comma 9, dell'art. 94, TUF – al quale, infatti, l'art. 113, comma 1, TUF, non fa espresso rinvio – che estende la responsabilità da prospetto all'intermediario responsabile del collocamento. In assenza di un collocamento dei titoli non ha, infatti, ragion d'essere una tale prescrizione <sup>(375)</sup>.

Non dissimile è, infine, la *ratio* che assiste le disposizioni in materia di redazione del documento di offerta per le operazioni di offerta al pubblico di acquisto e di scambio (artt. 101-*bis* ss. TUF) <sup>(376)</sup>. Per tale ragione, si ritiene che il regime di responsabilità applicabile al documento d'offerta inesatto, falso o fuorviante, redatto in occasione di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, sia comunque riconducibile, con gli adattamenti richiesti dal tipo di operazione posta in essere, alle previsioni dettate dall'art. 94 TUF <sup>(377)</sup> e, pertanto, che di «responsabilità da prospetto» si possa propriamente parlare a prescindere dal tipo di documento nel quale è racchiusa l'informazione falsa o fuorviante – nel nostro caso il rating errato –, non facendo, dunque, alcuna differenza a seconda che si tratti di prospetto d'offerta, prospetto di quotazione o documento di offerta <sup>(378)</sup>.

Già da un primo esame delle norme in materia di responsabilità da prospetto si evince come occorra tenere conto del fatto, già ricordato, che alla predisposizione del prospetto partecipa una pluralità di soggetti con compiti e competenze distinti e differenziati, al fine di poter calibrare su tali differenze il regime di responsabilità applicabile a ciascuno <sup>(379)</sup>. Ne deriva che i presupposti e i confini della responsabilità da prospetto, ad esempio, dell'agenzia di rating, non coincideranno con i presupposti e i confini della responsabilità da prospetto dell'emittente, dell'offerente, del soggetto che chiede l'ammissione alla quotazione, dell'intermediario collocatore, della società di revisione, e via dicendo. Nell'ambito della cornice normativa richiamata occorre, dunque, vagliare soluzioni interpretative differenziate a seconda del ruolo svolto dal soggetto considerato nell'ambito di quella particolare operazione di appello al pubblico risparmio di cui si tratta.

Una tale soluzione interpretativa si era, peraltro, già affermata prima dell'introduzione, con il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, emanato in attuazione della direttiva 2003/71/CE, di una disciplina espressa della responsabilità da prospetto. Secondo una prima ricostruzione, ai sottoscrittori del prospetto, compresi gli eventuali intermediari collocatori, si sarebbe potuta applicare in via analogica la disposizione prevista dall'art. 2339, comma 1, n. 3, c.c., in materia dei responsabili dei promotori in caso di costituzione della società per azioni per pubblica sottoscrizione. L'applicazione analogica di tale norma avrebbe determinato, tra l'altro, il rinvio ad una forma particolarmente rigorosa di

---

<sup>(375)</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 354.

<sup>(376)</sup> Il Capo II del Titolo III, recante la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio, è del resto collocato all'interno della Parte IV del TUF, contenente la disciplina degli emittenti, la quale si apre con il ricordato art. 91 TUF che subordina l'intervento della Consob «alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali».

<sup>(377)</sup> In senso analogo, P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1078; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 123 s.

<sup>(378)</sup> E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 911.

<sup>(379)</sup> È, del resto, nota l'affermazione di G.B. PORTALE, in *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa tit. credito*, 1982, I, 18, secondo la quale «[l]a verità è che al problema della responsabilità da prospetto – e del resto non si è mancato di ammetterlo –, non possono essere date che soluzioni articolate, in corrispondenza alla diversità di fattispecie riscontrabili nella prassi».

responsabilità, la quale prescinde dall'elemento soggettivo della colpa <sup>(380)</sup>. Diversamente, proseguiva tale dottrina, qualora il prospetto *non* fosse stato sottoscritto dall'intermediario collocatore, ma questi avesse utilizzato, al fine di fornire servizi di investimento, un prospetto sottoscritto esclusivamente da terzi (che quindi appariva all'esterno come redatto unicamente da tali soggetti), in presenza di un contatto qualificato tra intermediario e investitore, si sarebbe potuta applicare la regola dettata in via generale dall'art. 1337 c.c. in materia di buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto. Il ricorso alla responsabilità precontrattuale – ricondotta nell'alveo della responsabilità da inadempimento di obbligazioni *ex art.* 1218 c.c. <sup>(381)</sup> – sarebbe stato dunque giustificato anche con riferimento a soggetti diversi dalle parti del futuro contratto, in ragione del contributo fornito dall'intermediario collocatore nel corso della formazione del contratto e dell'affidamento riposto dagli investitori «nelle qualità professionali degli intermediari specializzati» che propongono l'investimento <sup>(382)</sup>.

Una diversa opinione, invece, pur riconoscendo una similitudine tra l'intermediario collocatore e il promotore di società per azioni <sup>(383)</sup>, riteneva applicabile a entrambe le ipotesi richiamate il precetto posto dall'art. 1337 c.c., sempre riconducendo il regime di responsabilità da esso derivante nell'ambito della responsabilità contrattuale <sup>(384)</sup>. Infatti,

---

<sup>(380)</sup> G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, cit., 17 ss. Si tratterebbe in sostanza, come afferma in termini più espliciti nella critica alla tesi dell'applicabilità agli intermediari dell'art. 2339, c.1, n. 3, c.c., G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 64 ss., di una qualificazione di detta norma in termini di responsabilità oggettiva.

<sup>(381)</sup> Pur richiamando il dibattito dottrinale e giurisprudenziale circa la riconducibilità della responsabilità precontrattuale al precetto di cui all'art. 1218 c.c. ovvero alla responsabilità extracontrattuale *ex art.* 2043 c.c., G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, cit., 25, ritiene che la regola applicabile non possa che essere quella prevista dall'art. 1218 c.c. e che, in base ad essa, l'investitore avrebbe esclusivamente l'onere di provare, oltre al danno, la non veridicità o l'incompletezza delle informazioni contenute nel prospetto. La tesi della natura contrattuale della responsabilità precontrattuale è stata originariamente sostenuta da L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 360 ss., recentemente anche in L. MENGONI, *Scritti II. Obbligazioni e negozio*, a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011, 267 ss.; e successivamente ripresa da F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 1963, 126 ss. e, più di recente, da C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 458 ss. Si segnala, tuttavia, che la giurisprudenza largamente maggioritaria ha costantemente affermato un'opinione contraria a quella del Mengoni, ritenendo che la responsabilità precontrattuale abbia natura extracontrattuale. Al riguardo, per tutti, cfr. Cass. SS.UU., 16 luglio 2001, n. 9645, in *Giust. civ. mass.*, 2001, 1404; in *Foro it.*, 2002, I, 806, con nota di S.R. MASERA.

<sup>(382)</sup> G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, cit., 21 ss. Come chiarisce l'Autore, dato essenziale al fine di poter applicare all'intermediario-collocatore che non abbia sottoscritto il prospetto l'art. 1337 c.c. sarebbe l'esistenza di un «contatto qualificato» (*ivi*, 26). G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di P. Auteri, Milano, 1991, 71 s., ricorda che chi riconduce la responsabilità da prospetto alla responsabilità precontrattuale, a sua volta letta in chiave contrattuale, ritiene che l'art. 1337 c.c. sia invocabile anche a seguito della conclusione di un valido contratto e non solamente nel caso di rottura delle trattative e che la responsabilità precontrattuale possa estendersi anche a soggetti terzi rispetto alle parti del futuro contratto che abbiano partecipato comunque alla sua formazione.

<sup>(383)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 60 ss.

<sup>(384)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 48 ss., che richiama, la tesi esposta da L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., 360 ss. sulla natura contrattuale della responsabilità precontrattuale. Le prime pronunce giurisprudenziali in materia di responsabilità da prospetto hanno ritenuto applicabile alla banca collocatrice l'art. 1337 c.c., accogliendo, tra l'altro, la tesi della natura contrattuale della responsabilità precontrattuale. In particolare, il primo caso affrontato dal Tribunale di Milano riguardava un'operazione di appello al pubblico risparmio volta al collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione, nella quale, a detta degli investitori, la banca collocatrice si era impegnata a garantire la bontà dell'investimento proposto. Poco dopo il pagamento delle prime cedole, la società emittente era fallita e non era stato possibile procedere al rimborso del capitale

qualora l'intermediario collocatore avesse provveduto a sottoscrivere il prospetto informativo, tale assunzione formale di paternità circa il contenuto del prospetto avrebbe in ogni caso costituito un contatto qualificato sufficiente a legittimare, anche in tale ipotesi, il ricorso diretto al regime della *culpa in contrahendo* previsto dall'art. 1337 c.c. <sup>(385)</sup>. Ciò nondimeno, anche in assenza della sottoscrizione del prospetto, o di un contatto personale diretto tra intermediario e investitore, la sussistenza di un rapporto precontrattuale tra i due si sarebbe potuta comunque argomentare dalla «qualificata partecipazione della banca ad una tale complessiva attività di sollecitazione al pubblico risparmio», giusta la standardizzazione delle procedure e delle modalità di informazione del pubblico, quando, ad esempio, il consorzio di collocamento fosse stato organizzato secondo lo schema dell'associazione in partecipazione o del mandato senza rappresentanza <sup>(386)</sup>.

---

investito. Il Tribunale di Milano ha ritenuto che, nonostante mancasse la prova dell'assunzione da parte della banca dell'obbligo di garantire l'adempimento delle obbligazioni della società emittente, la banca collocatrice potesse ciò nondimeno ritenersi responsabile nei confronti degli investitori in ragione dell'attività prestata nell'operazione di collocamento. In particolare, il Tribunale ha affermato che la responsabilità in questione «non resta in capo agli emittenti o ai sottoscrittori del prospetto, ma (...) si estende a tutti coloro che intervengono nelle trattative con una particolare qualifica professionale, spesso indispensabile per suscitare quell'affidamento, che è determinante per convincere il risparmiatore all'impiego del suo denaro». Il Tribunale, accogliendo la tesi del Ferrarini (G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 119 ss.), ha ritenuto, inoltre, che gli obblighi di informazione del pubblico relativi alle operazioni di appello al pubblico risparmio fossero da qualificarsi come obbligazioni di risultato e non di mezzi, con la conseguenza che sarebbe spettato all'intermediario provare l'assenza di colpa, una volta provato l'inadempimento (cfr. Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 585, con nota di G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*). Successivamente, in sede di gravame, la Corte di Appello di Milano ha in sostanza confermato la sentenza del Tribunale, con un'unica precisazione: gli obblighi informativi della banca nei confronti degli investitori sono stati questa volta ricondotti alla categoria concettuale dell'obbligazione di mezzi e non di risultato (cfr. App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Giur. comm.*, 1990, II, 755). In un successivo caso, posizione composita ha assunto, invece, il Trib. Trieste, 13 luglio 1994, in *Soc.*, 1995, 539, con nota di G. GAMBROGI, *Collocamento di valori mobiliari e responsabilità dell'intermediario*, che ha distinto a seconda che l'informazione fosse stata fornita dall'intermediario all'investitore quale «prodotto», e pertanto, in adempimento di un obbligo dalla cui violazione discenderebbe la responsabilità *ex art.* 1218 c.c., ovvero a titolo di cortesia, poiché l'intermediario in quest'ultimo caso risponderebbe esclusivamente in presenza di una frode, o ancora, infine, nell'ambito di un rapporto qualificato che non abbia per oggetto specifico la fornitura dell'informazione, poiché in tale ipotesi si tratterebbe di responsabilità extracontrattuale *ex art.* 2043 c.c.

<sup>(385)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., spec. 68 ss. L'Autore osserva, preliminarmente, che «è da ritenere, tuttavia, che il contatto "qualificato", che la dottrina giustamente prefigura come fonte del rapporto precontrattuale, non debba necessariamente risiedere in un contatto "personale" con una delle parti del (futuro) contratto, bensì possa consistere in una situazione equivalente, idonea a suscitare il medesimo affidamento, che una partecipazione personale e diretta alla formazione del contratto potrebbe originare» (*ivi*, 65). Pertanto, «già in virtù dell'art. 1337 c.c., gli intermediari in questione diventano parti di un rapporto obbligatorio precontrattuale con gli investitori, che sul contenuto del prospetto abbiano riposto il proprio affidamento» (*ivi*, 68) e «il criterio della sottoscrizione del prospetto si presta, in definitiva, ad una generale applicazione alle diverse ipotesi di appello al pubblico risparmio e consente di sottoporre alla buona fede precontrattuale (...) i diversi soggetti ai quali detto appello risulti imputabile, a prescindere dalla posizione (di emittente, di alienante, di intermediario e simili) da essi assunta, e dall'attività dai medesimi svolta, nei confronti degli investitori» (*ivi*, 72). La medesima tesi è esposta anche in un successivo lavoro: cfr. G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto delle banche*, cit., 442 ss. (spec. 446).

<sup>(386)</sup> G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, nota a Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 585. Il regime della *culpa in contrahendo* sarebbe, pertanto, estendibile a quei soggetti che, pur non avendo sottoscritto il prospetto, né essendo entrati in un contatto qualificato con l'investitore, abbiano sostanzialmente organizzato l'operazione di investimento, al fine di evitare un'elusione della responsabilità. In tale ipotesi sarebbe ammissibile l'applicazione analogica della disciplina prevista dall'art. 2339, comma 2, c.c., con riferimento ai promotori di società per azioni e sarebbero assoggettati a responsabilità non solo i soggetti che abbiano instaurato un contatto qualificato con l'investitore, ma anche

Con riferimento, invece, agli altri soggetti, diversi dall'emittente e dagli intermediari che intervengono nell'operazione di collocamento, che partecipano a diverso titolo all'operazione di appello al pubblico risparmio senza che abbiano sottoscritto il prospetto o che abbiano instaurato un contatto qualificato con l'investitore, non si sarebbe potuto fare ricorso alle regole della responsabilità precontrattuale, ma si sarebbe dovuto attingere alla disciplina della responsabilità extracontrattuale posta dall'art. 2043 c.c. Sarebbe stata, quindi, retta dalle regole della responsabilità extracontrattuale l'eventuale responsabilità da prospetto degli amministratori della società emittente che, pur provvedendo all'operazione di appello al pubblico risparmio, non abbiano avuto alcun contatto personale diretto con l'investitore. Parimenti sarebbe stata di natura extracontrattuale anche la responsabilità della società di revisione che abbia certificato il bilancio della società emittente e, infine, quella degli avvocati menzionati nel prospetto per aver espresso un parere legale su alcuni aspetti dell'investimento proposto<sup>(387)</sup>.

Dalla tutela precontrattuale sarebbero, inoltre, stati esclusi gli investitori che avessero acquistato i titoli menzionati nel prospetto non già sul mercato primario, ma bensì sul mercato secondario. In tale ipotesi non si sarebbe potuta giustificare l'analogia tra sottoscrizione del prospetto e contatto qualificato, posta alla base del rapporto precontrattuale, né sarebbe stato possibile distinguere i titoli oggetto di quella specifica operazione di appello al pubblico risparmio da eventuali titoli identici emessi in precedenza. Analogamente, si sarebbe dovuto fare ricorso alla tutela extracontrattuale anche con riferimento alle scelte di investimento e disinvestimento effettuate sulla base delle informazioni contenute in un prospetto di quotazione, alla luce dell'assenza di un'operazione di collocamento titoli presso il pubblico idonea a fondare un rapporto prenegoziale<sup>(388)</sup>.

Un tentativo di unificazione della disciplina in esame, che pure ha attribuito valore all'articolazione di compiti e ruoli dei soggetti che intervengono nelle operazioni di offerta al pubblico, è, invece, stato adottato da chi, non aderendo all'impostazione precontrattuale sopra ricordata, ha proposto una terza via. Un'ulteriore opinione, seguita da una parte della giurisprudenza, anche successiva all'introduzione delle più volte richiamate previsioni espresse in materia di responsabilità da prospetto, ha infatti ravvisato nella lesione della libertà contrattuale il fondamento dell'ingiustizia del danno arrecato all'investitore dal prospetto falso o ingannevole<sup>(389)</sup> e ha ricondotto le diverse fattispecie generative di

---

coloro per conto dei quali tali soggetti hanno agito (*ivi*, 76 ss.). Al riguardo cfr. anche G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto delle banche*, cit., 452 ss.; ID., *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 82 ss.; ID., *La responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, cit., 80.

<sup>(387)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 72 ss. (spec. 75), il quale osserva che i «revisori e gli altri esperti, di cui è menzione nel prospetto, entrano piuttosto in una relazione indiretta con gli investitori, che potrà fondare una loro responsabilità extracontrattuale, non una responsabilità *in contrabando*».

<sup>(388)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 87 ss. Tale interpretazione è stata superata dall'introduzione di una disciplina europea e italiana che accomuna in punto di responsabilità il prospetto di emissione al prospetto di quotazione, come ricorda anche S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto*, cit., 786.

<sup>(389)</sup> Così Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, cit. La Suprema Corte afferma, infatti, che qualora «vi sia stata violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo che correda l'offerta, trattandosi di regole volte a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti per consentire a ciascuno di essi la corretta percezione dei dati occorrenti al compimento di scelte consapevoli, si configura un'ipotesi di violazione del dovere di *neminem laedere* e, per ciò stesso, la possibilità che colui al quale tale violazione è imputabile sia chiamato a rispondere del danno da altri subito a cagione della violazione medesima secondo i principi della responsabilità aquiliana». Prima del d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, si erano espressi nel senso della

responsabilità da prospetto nell'ambito della responsabilità extracontrattuale *ex art.* 2043 c.c. <sup>(390)</sup>.

---

responsabilità extracontrattuale anche Trib. Milano, 17 luglio 1997, in *Foro pad.*, 1998, I, c. 139, con nota di B. MENEGHINI, *Brevi note sull'azione nei confronti dei sindaci di società di capitali ex art. 2395 c.c.*; Trib. Milano, 21 ottobre 1999, cit.; Trib. Napoli, 25 settembre 2002, in *Soc.*, 2004, 75 ss. e Trib. Napoli, 4 aprile 2003, in *Soc.*, 2004, 75 ss., entrambe con nota di S. RIZZINI BISINELLI – R. ZUCCATO, *Danno da falso in prospetto*. Nel senso dell'applicabilità dell'art. 1337 c.c., letto in chiave contrattuale, si è invece espressa la sentenza del Trib. Milano nel caso Freedomland, successiva alla modifica dell'art. 94 TUF che ha introdotto una disciplina espressa in materia di responsabilità da prospetto. Il Tribunale di Milano si è pronunciato in un caso di offerta al pubblico e contestuale ammissione alle negoziazioni sul Nuovo Mercato di azioni della società *start-up* Freedomland. Il prospetto predisposto in occasione dell'operazione conteneva dati falsi in relazione al numero dei clienti e al fatturato e numerose altre inesattezze circa il prevedibile andamento della società. A seguito del dissesto di Freedomland gli investitori agirono in giudizio contro lo sponsor/responsabile del collocamento, la società di revisione e la Consob (cfr. Trib. Milano, 25 luglio 2008, disponibile su <http://www.ilcaso.it>).

<sup>(390)</sup> P.G. JAEGER, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 287, il quale ritiene, tra l'altro, che la qualificazione in termini di responsabilità extracontrattuale della responsabilità da prospetto sia preferibile e che gli «artt. 2055 e 2095, assieme all'art. 2049, che nell'interpretazione ha assunto la ben nota *envergure*, che ne ha fatto uno strumento fondamentale nella disciplina della responsabilità civile, consentono di colpire soggetti estranei al rapporto diretto tra emittente e investitore». In senso analogo, cfr. G. ALPA, *Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *Corr. giur.*, 1987, 1200 ss.; ID., *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, cit., 370 s.; U. CARNEVALI, *In tema di c.d. responsabilità da prospetto delle banche*, in *Corr. giur.*, 1989, 1003 e s., il quale ritiene che estendere l'ambito dei doveri prenegoziali agli intermediari che si limitano a segnalare le opportunità di investimento comporti un indebito allargamento della responsabilità precontrattuale e sostiene in materia le tesi della responsabilità extracontrattuale. Di questa opinione sembra anche G. CATTANEO, *Recensione a G. Ferrarini, La responsabilità da prospetto, informazione societaria e tutela degli investitori (Quaderni di «Giurisprudenza Commerciale», n. 78)*, *Giuffrè, Milano*, in *Quadrimestre*, 1986, 429, il quale, difatti, si chiede se non sia preferibile «un'interpretazione che all'unitarietà della figura facesse corrispondere un'unica disciplina». Per la tesi della responsabilità extracontrattuale si veda anche S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per i danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 97 ss., la quale osserva che «in ragione dell'indeterminatezza dei soggetti destinatari delle informazioni non è possibile configurare un rapporto obbligatorio propriamente inteso, neppure di buona fede; anche le informazioni pubblicate nel prospetto sono destinate al mercato e contribuiscono ad una valutazione indistinta degli strumenti finanziari offerti o quotati che consentirà una determinazione del prezzo». L'Autrice ha mantenuto ferma la propria opinione anche a seguito dell'introduzione di una disciplina legislativa espressa in materia di responsabilità da prospetto che, a suo dire, avrebbe confermato la tesi della responsabilità aquiliana per due ragioni. Se si fosse trattato di responsabilità per inadempimento di obbligazioni *ex art.* 1218 c.c. non sarebbe stato necessario introdurre la presunzione di colpevolezza a favore dell'investitore. Inoltre, il comma 11 dell'art. 94 TUF prevederebbe il termine di prescrizione quinquennale proprio della responsabilità extracontrattuale. Cfr. sul punto S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, cit., 789. Ripercorre il dibattito dottrinale sulla responsabilità da prospetto lo stesso G. FERRARINI, esponente della tesi precontrattuale, in *Responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, cit., 69 ss. Si segnala, infine, la diversa opinione espressa da C. CASTRONOVO, *Le frontiere mobili della responsabilità civile*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1989, 588, rimasta isolata, secondo la quale la responsabilità da prospetto dell'intermediario sarebbe qualificabile direttamente come responsabilità contrattuale, potendo essere ricondotta all'art. 1759 c.c., norma che disciplina la responsabilità del mediatore. L'Autore ha poi riconsiderato la propria tesi riconoscendo la natura precontrattuale della responsabilità non soltanto dei soggetti che predispongono il prospetto (*i.e.* l'emittente e l'offerente) ma anche dell'eventuale intermediario-collocatore, riconducendo la responsabilità di quest'ultimo alla figura del concorso nella condotta lesiva (C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 518 s.). È rimasta isolata anche la tesi di A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 84 ss. (spec. 93 ss.), secondo la quale la dichiarazione di responsabilità – prevista dalla formulazione allora vigente dell'Allegato 1B al Regolamento Emittenti per chi effettua la sollecitazione all'investimento e per altri soggetti, quali il responsabile del collocamento, il presidente del collegio sindacale e l'offerente – avrebbe giustificato l'applicazione della disciplina della garanzia per vizi della cosa venduta poiché, in presenza di un'informativa fuorviante e falsa contenuta nel prospetto, il prezzo degli strumenti finanziari oggetto del medesimo non si sarebbe formato correttamente, determinando, pertanto, «una sproporzione fra prezzo e "valore intrinseco", che in una cosa consegue a

Nonostante un tale sforzo di unitaria riconduzione delle diverse fattispecie di responsabilità all'interno della medesima cornice extracontrattuale, non si è tuttavia mancato di osservare come la posizione dei diversi soggetti che intervengono nelle operazioni di appello al pubblico risparmio non sia del tutto assimilabile anche per quanto riguarda i profili di responsabilità; osservazione che ora trova conferma nella precisazione del legislatore secondo la quale i soggetti indicati dall'art. 94, comma 8, TUF, rispondono «ciascuno in relazione alle parti [del prospetto] di propria competenza»<sup>(391)</sup>. Ora, una tale espressione è stata da più parti interpretata nel senso di una deroga espressa al regime di solidarietà nel risarcimento del danno<sup>(392)</sup>. Eppure, il dettato legislativo non pare univocamente indirizzato in tal senso<sup>(393)</sup>. Dire che ciascun soggetto coinvolto nella redazione del prospetto risponde per le parti di sua competenza non equivale affatto alla previsione di un regime di responsabilità parziaria. Significa, piuttosto, sottolineare l'esigenza di avere riguardo al diverso contributo che i soggetti menzionati forniscono alla redazione del prospetto, al fine di definire in che limiti essi possano essere chiamati a

---

un'imperfezione materiale, attingendo invece negli strumenti finanziari – notoriamente “beni di secondo grado”, derivanti il loro valore dai futuri *cash flows* che potranno generare – alla alterazione del rendimento atteso cagionata dalla falsa od omessa informazione» (*ivi*, 98).

<sup>(391)</sup> Con riferimento alla previsione di contenuto analogo del Regolamento Emittenti, nella formulazione allora vigente, che richiedeva una «esplicita assunzione di responsabilità da parte dei redattori del prospetto circa la veridicità e completezza dei dati e delle notizie ivi contenute per le parti di rispettiva pertinenza», S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danno da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 201, osservava che tale formula comportava un'assunzione di responsabilità «per i dati e le notizie personalmente inseriti (...), così come per ogni altro dato e notizia (comunque inseriti) che fossero tenuti a conoscere e verificare», dando quindi rilievo al ruolo svolto dal soggetto considerato nell'ambito della predisposizione e redazione del prospetto. Il legislatore ha mutuato una formula che, invero, era già utilizzata in via di prassi nella redazione dei prospetti informativi prima ancora che fosse introdotta un'espressa disciplina legislativa in materia (G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 101, nota 104). Tale prassi era stata fortemente criticata dall'Autore citato, secondo il quale avrebbe potuto ingenerare l'erronea convinzione che «le informazioni relative all'emittente ed ai valori mobiliari offerti non siano in alcun modo attribuibili all'intermediario» (*ivi*, 102), mentre, in ragione della sussistenza in capo all'intermediario di un obbligo di controllare le informazioni sull'emittente e sugli strumenti finanziari oggetto del collocamento, le medesime dovevano considerarsi informazioni *proprie* anche dell'intermediario. Il problema oggi non sembra avere ragione di porsi stante il dettato del comma 9 dell'art. 94 TUF. Si veda anche G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto delle banche*, cit., 458.

<sup>(392)</sup> Ritengono che si tratti di responsabilità parziaria, P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 519; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 226 s.; P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1079; B. ANDÒ, *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Profili comparatistici*, Milano, 2008, 187; A. ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Soc.*, 2011, 416, il quale rileva che, stando ad un'interpretazione letterale dell'ottavo comma dell'art. 94 TUF, l'utilizzo del maschile «ciascuno», in luogo del femminile «ciascuna» si riferirebbe non solo a «ogni altra persona responsabile del prospetto», ma anche ai soggetti precedentemente menzionati dalla norma stessa. L'Autore ritiene, invece, solidale la responsabilità dell'intermediario responsabile del collocamento ai sensi dell'art. 94, comma 9, TUF. Al riguardo si vedano anche G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 128 ss., secondo il quale dovrebbe applicarsi anche nei rapporti esterni il criterio posto dall'art. 2055, comma 2, ai fini del regresso tra corresponsabili; e V. SANGIOVANNI, *La responsabilità da prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, in *La Responsabilità Civile*, 2011, 856. Con riferimento alla precedente formulazione della dichiarazione di responsabilità contenuta nell'Allegato 1B del Regolamento Emittenti, anche A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 121, ha ritenuto che si trattasse di responsabilità parziaria.

<sup>(393)</sup> Si ricorda, al riguardo, che il regime della solidarietà è stato scelto, dal codice civile del 1942, quale regola generale sia nella materia contrattuale che nella materia extracontrattuale. Infatti, mentre, da un lato, l'art. 1294, c.c., prevede che «i condebitori sono tenuti in solido, se dalla legge o dal titolo non risulta diversamente», dall'altro, l'art. 2055 c.c. estende la regola della solidarietà al campo del risarcimento del danno aquiliano. Per tale ragione, ogni deroga al regime della solidarietà risarcitoria deve risultare da un'espressa opzione in tal senso da parte del legislatore.

rispondere. Volendo esemplificare, significa ritenere che l'emittente o l'offerente risponderanno comunque per il contenuto dell'intero prospetto, posto che su di essi grava l'obbligo di predisposizione del medesimo, e non esclusivamente per i dati e le notizie ad essi attribuibili. D'altro canto, anche i giudizi della società di revisione o i pareri degli esperti, sono di regola fondati su dati e notizie provenienti dalla società, in relazione ai quali sussiste un obbligo di verifica e controllo da parte della società stessa. Significa altresì ritenere che il garante e il responsabile del collocamento potranno essere chiamati, in solido con tali soggetti, a rispondere del contenuto dell'intero prospetto, sia pure avendo riguardo, ancora una volta, ai dati e alle notizie che questi fossero ragionevolmente tenuti a verificare e controllare. Per tale motivo, ad esempio, di un'inesattezza del prospetto potrebbe rispondere il solo emittente, magari unitamente al revisore, trattandosi di un dato contabile, e non il responsabile del collocamento, laddove quest'ultimo non potesse ritenersi tenuto a verificare l'effettiva precisione di quel dato. Nei casi in cui l'inesattezza contenuta nel prospetto sia attribuibile a un soggetto, ma altro soggetto era altresì tenuto a controllare l'esattezza di quell'informazione, ai fini della redazione del prospetto, non pare dunque potersi ravvisare, nel testo dell'art. 94, comma 8, TUF, alcuna indicazione volta a escludere il regime della responsabilità solidale. In generale, laddove l'informazione sia «di competenza» di più soggetti, essi saranno solidalmente responsabili nei confronti degli investitori per la sua inesattezza o falsità <sup>(394)</sup>.

La disciplina della responsabilità da prospetto di cui all'art. 94, comma 8, TUF, non manca, dunque, di considerare, sia pure con qualche accenno, il diverso ruolo che emittente, offerente, garante, intermediario e altre persone responsabili del prospetto ricoprono nell'ambito della sollecitazione all'investimento.

Ruolo centrale ha, ovviamente, l'emittente – e altrettanto può dirsi dell'offerente o del soggetto che richiede l'ammissione del titolo alla quotazione poiché, tendenzialmente, tali soggetti coincidono con l'emittente stesso – in quanto si tratta, come si è detto, del soggetto che dispone e ha il controllo diretto delle informazioni da pubblicare e sul quale grava l'obbligo di predisporre il prospetto <sup>(395)</sup>. Per tale ragione il regime legislativo di

---

<sup>(394)</sup> Sostiene la tesi della responsabilità solidale, anche, S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, cit., 786, la quale, tuttavia, argomenta sulla base del tenore letterale dell'art. 94, comma 8, TUF, in quanto il legislatore «utilizza la congiunzione “nonché”». La conclusione richiamata, circa la sussistenza di una responsabilità solidale nel caso in cui «l'informazione riguard[+] fatti comuni a due o più delle parti che partecipano alla redazione del prospetto», è condivisa anche da P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 228, che pure ritiene che l'art. 94, comma 8, TUF, abbia introdotto un regime di responsabilità parziaria per i redattori del prospetto.

<sup>(395)</sup> Cfr. art. 94, comma 1, TUF. Ricorda che l'emittente è «il soggetto che ha un accesso diretto e pressoché illimitato alle informazioni rilevanti per gli investitori» anche G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 110; ID., *La responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, cit., 77 s. Cfr. anche P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1079. Si rammenta, inoltre, che è proprio la disparità informativa che caratterizza le negoziazioni che avvengono sul mercato a giustificare, secondo una diffusa opinione, l'imposizione di doveri informativi in capo ad emittenti e altri soggetti e, pertanto, a giustificare l'obbligo del prospetto. Al riguardo si veda G. FERRARINI, *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca borsa tit. credito*, 1982, I, 233, il quale osserva che «[p]remendo su chi detiene la (o ha un accesso privilegiato alla) informazione, affinché dischiuda i dati e le notizie rilevanti, si corregge la principale disfunzione del mercato mobiliare e si consente allo stesso di adempiere con efficienza al proprio compito allocativo». Nel caso di offerta avente ad oggetto titoli già in circolazione la questione si complica, poiché in tale ipotesi l'offerente non coincide necessariamente con l'emittente. L'offerente ben potrebbe essere un soggetto, terzo rispetto all'emittente, che nel frattempo ha acquistato i titoli emessi da quest'ultimo (V. SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. merito*, 2010, 885). Nel caso di offerta pubblica d'acquisto, invece, il documento d'offerta conterrà informazioni relative all'offerente, che, quindi, di

responsabilità applicabile all'emittente (all'offerente e al soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni) è più rigoroso. L'art. 94, comma 8, TUF, prevede infatti che tale soggetto risponda dei danni arrecati agli investitori che abbiano fatto affidamento sul prospetto «a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso», disponendo, pertanto, un'inversione dell'onere della prova circa l'elemento della colpa.

Altrettanto rigoroso è il regime di responsabilità previsto per l'intermediario responsabile del collocamento dal comma 9 dell'art. 94 TUF, che estende a tale soggetto l'inversione dell'onere della prova di cui al comma precedente. D'altro canto, «l'intermediario ha (nei confronti degli investitori) un accesso privilegiato alle informazioni rilevanti per un giudizio ponderato sull'investimento offerto» in ragione delle proprie competenze professionali e del rapporto diretto con l'emittente <sup>(396)</sup>.

Con uno sforzo di massima semplificazione, si può, dunque, affermare che l'emittente/offerente e l'intermediario responsabile del collocamento sono, in buona sostanza, i soggetti che, avendo un maggiore accesso alle (e una maggiore disponibilità delle) informazioni richieste ai fini della redazione del prospetto, vengono chiamati a rispondere per le inesattezze contenute nel prospetto in prima battuta. Ad essi si affiancano, a seconda dei casi, gli altri soggetti «responsabili delle informazioni contenute nel prospetto» <sup>(397)</sup>. È su questi ultimi che ci si soffermerà in seguito, posto che l'interpretazione di tale espressione legislativa risulta cruciale al fine di determinare se l'art. 94, comma 8, TUF, possa applicarsi analogicamente a soggetti che, come le agenzie di rating, i consulenti legali e le società di revisione, sia pure ricoprendo ruoli molto diversi tra loro, in ragione delle loro particolari competenze contribuiscono alla determinazione dei contenuti concreti del prospetto.

L'applicabilità dell'art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating diventa un momento cruciale nella definizione dell'ambito di responsabilità da prospetto che queste possono essere chiamate a fronteggiare, anche se, tuttavia, non decisivo, posto che, come si vedrà meglio in seguito, la responsabilità di soggetti diversi da quelli espressamente menzionati dall'articolo in esame, che non figurano tra i «responsabili» delle informazioni contenute nel prospetto, è stata, in ogni caso, generalmente affermata sulla base dell'art. 2043 c.c. Per tale ragione, ammessa la possibilità che le agenzie di rating rispondano per le errate valutazioni sul merito di credito incluse nel prospetto, il problema principale diventa quello di stabilire quale sia il regime di responsabilità applicabile, tenendo a mente che, sia che si opti per l'applicazione analogica dell'art. 94, comma 8, TUF, sia che, invece, si ritenga di dover fare ricorso alle regole generali in materia di responsabilità

---

nuovo, sarà il principale depositario delle informazioni rilevanti ai fini della redazione del prospetto. Al riguardo si veda anche quanto già detto in precedenza, in questo capitolo, § 1.2., sulle asimmetrie informative, i problemi di selezione avversa e sulla *efficient capital market hypothesis*.

<sup>(396)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto delle banche*, cit., 458; ID., *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, cit., 598; ID., *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, cit., 242, ove si ricorda che «[l']informazione sulle caratteristiche e sulle qualità degli investimenti offerti è allocata, quasi per intero, a favore delle imprese emittenti e degli intermediari». E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, cit., 933, ricorda, inoltre, che nel caso di emissioni obbligazionarie, le banche che si occupano del collocamento dei titoli coincidono solitamente con le banche finanziatrici della società e, pertanto, già conoscono la situazione debitoria di quest'ultima.

<sup>(397)</sup> Tali soggetti non necessariamente coincidono con l'emittente/offerente, con il soggetto che richiede l'ammissione alla negoziazione, con l'eventuale garante o financo con l'intermediario collocatore, come dimostra l'utilizzo da parte del legislatore della congiunzione «nonché».



extracontrattuale, il risultato di una tale operazione interpretativa deve oggi fare i conti con la disciplina posta dall'art. 35-*bis* introdotto dal Regolamento n. 462/2013. L'agenzia di rating sembra, dunque, chiamata a rispondere in ogni caso per l'inesattezza dei giudizi di rating inclusi nel prospetto: rimane però da verificare se, applicandosi eventualmente l'art. 94, comma 8, TUF, l'investitore potrà beneficiare dell'inversione dell'onere della prova ivi prevista.

Punto di partenza di una tale riflessione, oltre a una breve ricognizione dei casi e delle modalità con cui i rating vengono inclusi nei prospetti, deve essere quanto già si è detto sull'attività delle agenzie di rating e, in particolare, sui loro compiti e doveri (cfr. *supra*, § 1.2.1. e 1.2.1.1. di questo capitolo), poiché la responsabilità non si estenderà, in ogni caso, ai dati, notizie o valutazioni non attribuibili all'agenzia o comunque ai rating basati su dati e notizie che le agenzie non fossero tenute a conoscere o a verificare.

## **2.2. L'inclusione dei giudizi di rating nel prospetto informativo e nei documenti d'offerta.**

La direttiva 2003/71/CE prevede la possibilità di optare per la redazione del prospetto nella forma di un unico documento <sup>(398)</sup> ovvero di documenti distinti <sup>(399)</sup>. In quest'ultimo caso le informazioni relative alla società emittente devono essere contenute in un documento di registrazione, mentre la nota informativa conterrà le informazioni relative agli strumenti finanziari emessi, offerti e/o destinati a quotazione. Una sintesi delle principali caratteristiche dell'emittente e dell'offerta è poi racchiusa in un terzo documento che va a completare il prospetto: la nota di sintesi <sup>(400)</sup>. Nel caso in cui il prospetto sia presentato nella forma di un unico documento vi sarà comunque una nota di sintesi che, in funzione di introduzione al prospetto, racchiuderà informazioni sintetiche circa le caratteristiche essenziali dell'offerta, anche al fine di consentirne la comparazione con i dati racchiusi nelle note di sintesi relative a strumenti finanziari simili <sup>(401)</sup>.

In alcune ipotesi espressamente previste, come ad esempio in caso di emissioni continue o ripetute di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale da parte di enti creditizi <sup>(402)</sup>, l'emittente, l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione, possono scegliere di pubblicare un prospetto di base che racchiude tutte le informazioni rilevanti ai fini dell'informazione del pubblico circa l'emittente e gli strumenti finanziari, riservandosi di integrare tali informazioni in occasione di ciascuna offerta al pubblico, attraverso la diffusione, ad esempio, di un supplemento informativo che renda note al

---

<sup>(398)</sup> Una descrizione della struttura e del contenuto del prospetto unico è fornita da P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1068 ss.

<sup>(399)</sup> Cfr. al riguardo sempre P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS, –N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1070 ss.

<sup>(400)</sup> Cfr. l'art. 5, par. 3, direttiva 2003/71/CE, da ultimo modificato dalla direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010.

<sup>(401)</sup> Cfr. l'art. 5, par. 2, direttiva 2003/71/CE, da ultimo modificato dalla direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010.

<sup>(402)</sup> Si tratta, in sostanza, di emissioni continue e ripetute di strumenti di debito. Per titoli di capitale la direttiva 2003/71/CE intende, infatti, «le azioni e altri valori negoziabili equivalenti ad azioni di società nonché qualsiasi altro tipo di strumento finanziario negoziabile che attribuisca il diritto di acquisire i summenzionati strumenti mediante conversione o esercizio di diritti che essi conferiscono, purché i titoli di quest'ultimo tipo siano emessi dall'emittente delle azioni sottostanti o da un'entità appartenente al gruppo di detto emittente».

mercato le condizioni definitive dell'offerta, e pur sempre con l'obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel prospetto di base qualora fosse necessario <sup>(403)</sup>.

A queste indicazioni generali si aggiungono gli schemi di prospetto previsti dal Regolamento CE n. 809/2004, emanato in attuazione della direttiva 2003/71/CE, i quali forniscono una disciplina di dettaglio dei diversi modelli, distinguendo, tra l'altro, a seconda del tipo di strumento finanziario e del soggetto emittente. Gli schemi di prospetto, in particolare, individuano le diverse sezioni di cui si compone il prospetto e forniscono una breve descrizione di quello che dovrebbe essere il loro contenuto, al fine di agevolarne la redazione.

Il Regolamento CE n. 809/2004 prevede espressamente l'inclusione nel prospetto del giudizio di rating eventualmente disponibile <sup>(404)</sup> almeno in una (importante) ipotesi: tra le informazioni «supplementari» richieste nella nota informativa sugli strumenti finanziari relativi a titoli di debito <sup>(405)</sup>, ove si richiede di «indicare i rating attribuiti all'emittente o ai suoi titoli di debito su richiesta dell'emittente o con la sua collaborazione nel processo di attribuzione» e, soltanto nel caso in cui il valore nominale dei titoli non superi i 50.000 Euro – poiché in tale ipotesi si ritiene che essi siano destinati con più probabilità a investitori *retail* –, si richiede di fornire altresì una «breve spiegazione del significato dei rating qualora sia stato pubblicato in precedenza dall'agenzia di rating» <sup>(406)</sup>.

---

<sup>(403)</sup> Cfr. art. 5, par. 4, direttiva 2003/71/CE, da ultimo modificato dalla direttiva 2010/73/CE del 24 novembre 2010.

<sup>(404)</sup> Negli Stati Uniti non è obbligatoria l'inclusione del rating nei prospetti e nei *registration statement* – che, si ricorda, sono i documenti di registrazione, contenenti il prospetto, che vengono presentati alla SEC prima della sollecitazione all'investimento –, ma ciò nondimeno è diffusa la prassi di riportare il giudizio di rating, specialmente se positivo. Al riguardo si veda, in particolare, il 17 *Code of Federal Regulations* § 229.10 (c), secondo il quale, qualora si includa il voto di rating nel prospetto o nel documento di registrazione, occorre indicare oltre al voto di rating, eventuali altri giudizi emessi dalle NRSROs disponibili alla data del prospetto o del documento di registrazione, specie se *materially different* dal rating in questione, il nome dell'agenzia che ha emesso il rating, il significato del voto, anche in rapporto alla scala di valutazione utilizzata dall'agenzia, e un avvertimento concernente il fatto che il voto di rating non rappresenta in nessun caso una raccomandazione all'investimento. La disposizione prevede tuttora che si indichi l'avvenuto rilascio del consenso scritto da parte dell'agenzia di rating all'inclusione del proprio giudizio nel *registration statement* se l'agenzia in questione è un'agenzia di rating non riconosciuta. Questo principalmente in ragione del fatto che a tali agenzie non è mai stata applicata la regola che esentava, appunto, le sole NRSROs dalla eventuale responsabilità da prospetto prevista dalla *Section 11* del *Securities Act* del 1933. Per le NRSROs la norma contiene tuttora un rinvio alla *Rule 436(g)*, anche se abrogata. La disciplina statunitense prevede inoltre che le informazioni relative alle valutazioni del merito di credito incluse nel prospetto siano sempre aggiornate. Al riguardo si veda anche F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 511 ss. (nota 55).

<sup>(405)</sup> Per ragioni di completezza si ricorda che gli schemi di prospetto contenuti nel Regolamento CE n. 809/2004, nel definire le informazioni minime da includere in ciascuno schema, con riferimento ai titoli di debito distinguono a seconda che il loro valore nominale sia inferiore ovvero almeno uguale alla somma di 50.000 Euro. Tale distinzione, sotto il profilo dell'inclusione del giudizio di rating nel prospetto, assume una minima rilevanza, poiché, posto che in entrambi i casi si richiede al soggetto che predispose il prospetto di indicare i rating attribuiti all'emittente o ai suoi titoli di debito su richiesta dell'emittente o con la sua collaborazione nel processo di attribuzione, solo qualora il valore nominale dei titoli di debito sia inferiore alla predetta somma occorre fornire una breve spiegazione del significato del rating che fosse stato precedentemente pubblicato dall'agenzia di rating in relazione ai titoli oggetto dell'offerta.

<sup>(406)</sup> In passato il Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, e successive modificazioni (c.d. Regolamento Emittenti) prevedeva con maggiore specificità l'inclusione nel prospetto del rating relativo a particolari strumenti finanziari, quali obbligazioni di emittenti non quotati, strumenti finanziari strutturati emessi ad esito di operazioni di cartolarizzazione, azioni di SICAV, *covered warrants* etc. Al riguardo si v. F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 512 (nota 55). In particolare, quest'ultimo Autore ricorda che il Regolamento Emittenti

Il giudizio di rating non viene però esclusivamente menzionato nei prospetti informativi relativi ai titoli di debito. Esso compare anche in prospetti informativi relativi ad azioni, strumenti finanziari derivati, strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione dei crediti e così via, e, comunque, a prescindere dalla tipologia di soggetto emittente. Questo perché gli schemi previsti dal Regolamento CE n. 809/2004, salvo eccezioni, contengono una sezione dedicata alle «informazioni provenienti da terzi» e ai «pareri degli esperti», che richiede di indicare chi siano tali soggetti e di specificare che «il parere o la relazione sono inclusi, nella forma e nel contesto in cui sono inclusi, con il consenso della persona che ha autorizzato il contenuto della relativa parte» del documento considerato. Si richiede altresì di confermare che le informazioni provenienti dai predetti terzi sono state riprodotte fedelmente e che, «per quanto l'emittente sappia o sia in grado di accertare sulla base di informazioni pubblicate dai terzi in questione, non sono stati omessi fatti che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli», e di indicare la fonte delle informazioni. È evidente che questa sezione, presente nella gran parte degli schemi previsti, consente l'inclusione del giudizio di rating anche nei prospetti relativi a strumenti finanziari diversi dai titoli di debito, e, difatti, è in questi paragrafi che solitamente si addensano le informazioni sulle valutazioni del merito di credito dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti o ammessi a quotazione <sup>(407)</sup>.

Un'indiretta conferma è, inoltre, data dal considerando (5) del Regolamento CE n. 1060/2009, che, sia pure con riferimento ai rating emessi fuori dall'Unione Europea, precisa, infatti, che «nulla (...) dovrebbe impedire alle persone responsabili della

---

prevedeva che ogni fatto nuovo o inesattezza contenuta nel prospetto che potesse influire sulla valutazione dello strumento finanziario offerto, incluso un mutamento del giudizio di rating, dovesse costituire oggetto di un apposito supplemento da allegare al prospetto. Attualmente l'unica previsione del Regolamento Emittenti che si occupa di giudizi di rating è l'art. 69-*decies*, che si limita ad operare un rinvio mobile al Regolamento CE n. 1060/2009 e successive modificazioni. Rimangono, tuttavia, negli Allegati al Regolamento Emittenti alcune previsioni circa l'inclusione del giudizio di rating nel prospetto con riferimento a ipotesi di offerta o ammissione alle negoziazioni di particolari tipologie di strumenti finanziari. L'allegato 1b del Regolamento Emittenti, nello schema 3, relativo, appunto al prospetto di offerta o di quotazione di fondi comuni di investimento di tipo chiuso, richiede, infatti, l'indicazione del rating ove esistente; mentre la tavola 8 del medesimo allegato 1b, relativa alla documentazione da allegare alla domanda di ammissione alle negoziazioni di titoli strutturati originati da operazioni di cartolarizzazione richiede che venga allegata copia delle relazioni di rating.

<sup>(407)</sup> Cfr., ad esempio, il Prospetto di base relativo al programma di emissione dei prestiti obbligazionari denominati “Banca Padovana – Tasso Variabile” “Banca Padovana – Tasso Fisso” “Banca Padovana – Step up/Step down” “Banca Padovana – Zero Coupon” “Banca Padovana – Tasso Misto” di Banca Padovana Credito Cooperativo S.C., disponibile su <http://www.consob.it>, p. 53 ss.; e il Prospetto di Base relativo al programma di offerta di prestiti obbligazionari denominato BNL Obbligazioni Zero Coupon e BNL Obbligazioni Tasso Fisso, BNL Obbligazioni Tasso Fisso Crescente, BNL Obbligazioni Tasso Fisso Decrescente, BNL Obbligazioni Tasso Variabile con possibilità di cap e/o floor, BNL Obbligazioni Tasso Misto con possibilità di cap e/o floor, BNL Obbligazioni con cedole legate alla variazione percentuale dell'Indice dei Prezzi al Consumo con possibilità di cap e/o floor con possibilità di rimborso anticipato a favore dell'Emittente o dell'obbligazionista, della Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 65, dove si precisa che le uniche informazioni provenienti da terzi contenute nella nota informativa relativa alle obbligazioni offerte sono quelle provenienti dalle agenzie di rating e che esse sono state riprodotte fedelmente per quanto la società emittente sappia o sia in grado di accertare e che, pertanto, per quanto l'emittente ne abbia conoscenza, non sono stati omessi fatti che possano rendere le informazioni in parola false o ingannevoli. Si veda anche il par. 7.3 e 7.5 della Nota informativa del Prospetto di Base relativo al programma di prestiti obbligazionari denominati: Banca Popolare di Sondrio scpa. Obbligazioni a tasso fisso Banca Popolare di Sondrio scpa. Obbligazioni zero coupon Banca Popolare di Sondrio scpa. Obbligazioni step up Banca Popolare di Sondrio scpa. Obbligazioni a tasso variabile di Banca Popolare di Sondrio scpa, in qualità di Emittente e Responsabile del Collocamento, disponibile sul sito <http://www.consob.it>.

pubblicazione di un prospetto (...) di inserire nel prospetto qualsiasi informazione pertinente, compresi i rating del credito emessi in paesi terzi nonché le relative informazioni».

Pertanto, non si può escludere – e anzi spesso così accade – che, anche al di fuori delle ipotesi in cui la disciplina europea espressamente richiede l'indicazione del rating, il prospetto contenga informazioni circa le valutazioni del merito di credito assegnate all'emittente o all'emissione, anche da agenzie di rating operanti in paesi terzi.

L'esame degli schemi di prospetto, nelle ipotesi in cui il Regolamento CE n. 809/2004 prevede espressamente l'indicazione del giudizio di rating, consente, infine, un'ulteriore riflessione in relazione al momento in cui il giudizio viene per la prima volta reso noto al pubblico. È possibile che il giudizio di rating sia diffuso mediante la pubblicazione del prospetto, poiché si procede a modificare, proprio in tale occasione, un giudizio precedentemente emesso o perché esso costituisce una valutazione del tutto nuova. In altre ipotesi, invece, il prospetto include giudizi dell'agenzia di rating già resi noti al pubblico mediante altre modalità, fornendo al riguardo informazioni circa il significato del rating, la data di emissione, e via dicendo. È a questa ultima ipotesi che si riferisce, del resto, il Regolamento CE n. 809/2004 quando prevede l'inserimento, tra le informazioni minime da riportare nella nota informativa sui titoli di debito di valore nominale unitario inferiore a € 50.000, di una «breve spiegazione del significato dei rating qualora sia stato pubblicato in precedenza dall'agenzia di rating».

In generale, dunque, il rating costituisce una informazione rilevante ai fini dell'assunzione di una scelta di investimento o disinvestimento, che viene, pertanto, solitamente inclusa nel prospetto, ove presente, sia nel caso in cui il rating sia stato emesso in occasione della pubblicazione del prospetto, sia quando, invece, esso sia stato già diffuso e venga semplicemente riportato nel prospetto, per completezza informativa, a beneficio dell'investitore. Ciò nonostante, la distinzione richiamata potrebbe assumere un rilievo particolare in punto di responsabilità, posto che, a seconda dei casi, possono non essere irrilevanti le modalità attraverso le quali l'investitore viene a conoscenza del giudizio di rating.

Con riferimento all'inclusione nel prospetto dei giudizi sul bilancio delle società di revisione, prima del d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, si era, infatti, affermato che una responsabilità «da prospetto» del revisore, «distinta da quella in via generale derivante da irregolare revisione o falsa o ingannevole certificazione, parrebbe non configurabile nel nostro ordinamento», poiché non è con la pubblicazione del prospetto, ma in un momento antecedente, che, di regola, il giudizio della società di revisione viene portato a conoscenza del pubblico <sup>(408)</sup>.

Un discorso analogo potrebbe, dunque, farsi anche per quanto riguarda i giudizi di rating inclusi nel prospetto informativo, sostenendo, in altre parole, che di responsabilità «da prospetto» dell'agenzia di rating si possa propriamente parlare solamente quando l'emissione del giudizio sia contestuale al prospetto medesimo, pur nella consapevolezza che, a prescindere dal fatto che il giudizio di rating venga per la prima volta pubblicato nel prospetto ovvero sia già stato diffuso e solo in seguito riportato nel prospetto, accade spesso che proprio grazie a tale documento informativo l'investitore venga a conoscenza della valutazione sul merito di credito rilasciata dall'agenzia, con tutte le conseguenze che questo comporta in termini di sussistenza e prova del nesso di causalità. In altre parole,

---

<sup>(408)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 171 s.

potrebbe essere comunque rilevante, sotto il profilo dell'onere probatorio, il semplice fatto che il rating, di qualunque tipo esso sia e a prescindere dalle modalità di prima diffusione al pubblico, sia, di fatto, menzionato nel prospetto, in ragione della maggiore risonanza che lo strumento del prospetto informativo conferisce alle informazioni – incluso il rating – ivi contenute, senza che ciò influisca sul grado di diligenza esigibile dall'agenzia (si v. *infra*, capitolo 5, § 7.2.). Ciò nonostante non potrebbe parlarsi di vera e propria responsabilità «da prospetto».

Tuttavia, quanto alla possibilità di estendere ai giudizi di rating le riflessioni a suo tempo maturate circa i confini di una effettiva responsabilità da prospetto in capo ai revisori, che avevano portato a ritenere che questa potesse ravvisarsi esclusivamente nelle eccezionali ipotesi in cui il giudizio sul bilancio fosse stato reso pubblico mediante il prospetto; si osserva che tra i giudizi delle società di revisione e i giudizi delle agenzie di rating vi sono alcune differenze delle quali non può non tenersi conto.

Mentre l'attività di revisione della contabilità e del bilancio è richiesta espressamente dalla legge, nel nostro ordinamento non vi è un obbligo, posto in via generale, di richiedere una valutazione sul merito di credito. Con riferimento ai giudizi di rating, esso è ravvisabile unicamente nell'ipotesi di cui all'art. 2, comma 4, l. n. 130/1999, e quindi esclusivamente con riferimento al rating dei titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazione che siano offerti in sottoscrizione a investitori non professionali. Nell'ambito di una tendenza legislativa a livello europeo volta a disincentivare l'attribuzione di valore regolamentare al rating, infatti, e ad eccezione del caso dei rating *unsolicited*, la scelta della società di sottoporsi e/o di assoggettare i propri strumenti finanziari allo scrutinio delle agenzie rimane tendenzialmente libera, pur se, in alcuni casi, normativamente incentivata e favorita. Pertanto, non essendovi, in linea generale, un obbligo di richiedere la valutazione dell'agenzia in un particolare momento o in un'occasione specifica della vita e della gestione sociale, ben può essere – e anzi, spesso accade – che il giudizio di rating sia diffuso per la prima volta attraverso il prospetto, a differenza del giudizio sul bilancio della società di revisione. È noto, infatti, che il giudizio sul bilancio viene depositato contestualmente al bilancio stesso, secondo quanto previsto dall'art. 14, comma 5, d.lgs. n. 39/2010, che rinvia, agli artt. 2429, comma 3, e 2435, comma 1, c.c. per quanto riguarda le società chiuse, e all'art. 154-*ter* TUF per quanto riguarda le società aperte. Vi è dunque un preciso momento temporale nel quale il giudizio della società di revisione viene reso noto al pubblico, momento che coincide con la pubblicazione del bilancio e non è legato in alcun modo all'effettuazione di operazioni di appello al pubblico risparmio. A differenza dei giudizi sul bilancio, i giudizi di rating, invece, possono essere (e sono) rilasciati in ogni momento e, anzi, generalmente la loro diffusione ha luogo proprio in occasione dell'offerta in sottoscrizione di strumenti finanziari di nuova emissione, posto che l'emittente avrà interesse ad ottenere una valutazione positiva dell'agenzia ai fini del buon esito del collocamento dei titoli sul mercato. In tali ipotesi, tutt'altro che poco frequenti, pare senz'altro corretto e doveroso parlare di responsabilità «da prospetto» dell'agenzia di rating<sup>(409)</sup>.

---

<sup>(409)</sup> A conclusioni analoghe giungeva, sia pure con riferimento alla responsabilità dei revisori, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 180, con riferimento all'ipotesi di revisione volontaria, allora non disciplinata dal d.p.r. n. 136/1975, poiché in tale ipotesi era mediante il prospetto che il giudizio della società di revisione veniva per la prima volta diffuso al pubblico. Tra i casi in cui il rating è assegnato contestualmente all'emissione dei titoli, particolare importanza assume, peraltro, proprio l'eventualità in cui esso abbia ad oggetto il merito di credito dei titoli strutturati, poiché, anche in considerazione della maggiore complessità dei medesimi, l'art. 2, comma 4, l. n. 130/1999, in caso di

Che ne è, invece, dei casi – altrettanto numerosi – in cui il prospetto o il documento d’offerta riportano valutazioni sul merito di credito emesse precedentemente all’operazione considerata, magari indicando la data in cui sono state emesse e avvertendo gli investitori che qualsiasi variazione del rating sarà resa nota al pubblico secondo specifiche modalità?

In queste ipotesi vi è, innanzi tutto, il problema di stabilire se il fatto che il giudizio di rating già emesso sia stato incluso in un prospetto pubblicato successivamente alla sua emissione richieda o meno, da parte dell’agenzia, una revisione della valutazione rilasciata in precedenza e, in generale, se sia configurabile una responsabilità in capo all’agenzia che abbia acconsentito a includere il proprio giudizio nel prospetto senza verificare se esso sia ancora corretto in rapporto al rischio di credito dell’emittente o dello strumento finanziario considerato.

Al riguardo, è innegabile che il giudizio sul bilancio ha una natura profondamente diversa rispetto al giudizio di rating. Il primo è, infatti, un giudizio di natura «retrospettiva» che esaurisce i suoi *effetti* (intesi in senso lato), sotto il profilo temporale, con riferimento all’esercizio in esso considerato. Nella terminologia legislativa, infatti, il giudizio sul bilancio «indica chiaramente se questo è conforme alle norme che ne disciplinano la redazione e se rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell’esercizio» (cfr. art. 11, comma 2, lett. c), d.lgs. n. 39/2010). Il giudizio sul bilancio guarda, dunque, «all’indietro», in quanto costituisce una valutazione sulla corretta redazione del bilancio con riferimento a un determinato esercizio *passato*, ed esaurisce i suoi effetti in relazione a tale esercizio. È questa la ragione per cui non si può parlare di responsabilità da prospetto del revisore derivante dall’inclusione nel prospetto di un giudizio sul bilancio colpevolmente errato: il giudizio sul bilancio è già pubblico e, per certi versi, già esaurito, in quanto considera un orizzonte temporale già concluso, seppure da poco.

Il giudizio di rating ha, invece, natura profondamente diversa. Esso consiste in una valutazione di natura prognostica che, sia pure effettuata in un momento puntuale, non guarda all’indietro come il giudizio sul bilancio, ma guarda avanti ed è destinata ad avere una certa «validità» – intesa in senso atecnico – anche con riferimento a momenti successivi rispetto alla sua emissione e, segnatamente, dalla sua emissione fino alla sua rettifica o revisione. In altre parole, il giudizio sul bilancio è una valutazione su accadimenti passati, mentre il giudizio di rating è una valutazione su una situazione destinata a proiettarsi nel futuro che, pertanto, non esaurisce i suoi effetti nel momento in cui viene resa pubblica. Per tale ragione non pare soddisfacente, anche da un punto di vista intuitivo, adattare ai giudizi di rating la medesima soluzione elaborata con riferimento ai giudizi sul bilancio, negando l’autonomia della responsabilità da prospetto dell’agenzia quando il rating sia stato diffuso precedentemente alla data del prospetto. Infatti, quando l’agenzia acconsente a che un rating precedentemente emesso sia incluso in un prospetto o in un documento d’offerta, essa sa che il giudizio potrebbe essere posto a fondamento di decisioni di investimento o disinvestimento, e, in un certo senso, è come se «confermasse» il giudizio reso in precedenza.

---

offerta a investitori non professionali prevede l’obbligatorietà della valutazione del merito di credito da parte di «operatori terzi» che, di regola, viene diffusa mediante il prospetto. Si veda, al riguardo, N. SQUILLACE, *Cartolarizzazione dei crediti e sollecitazione all’investimento*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999, 162, che valuta positivamente l’obbligo di richiedere una valutazione del merito di credito a soggetti terzi «in relazione a operazioni di cartolarizzazione che, certamente, possono presentare fattori di rischio, soprattutto per quanto attiene ai crediti in sofferenza».

Non dissimile è, forse, l'ipotesi in cui nel prospetto vengano inclusi dati sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società che, essendo successivi alla data di chiusura dell'esercizio, non sono stati considerati ai fini della redazione del bilancio. Al riguardo si era, infatti, riconosciuta la sussistenza di una responsabilità «da prospetto» della società di revisione che non avesse diligentemente svolto la propria attività di controllo successivamente alla chiusura dell'esercizio <sup>(410)</sup>, in ragione dell'obbligo, ora previsto dall'art. 1, comma 1, lett. b), d.lgs. n. 39/2010, di verificare «nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili». Analogamente, l'articolo 8, par. 5, del Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato, richiede che i rating (e gli *outlook*) emessi dalle agenzie siano controllati «costantemente ed almeno a cadenza annuale, in particolare quando intervengano modifiche significative che potrebbero incidere sul rating del credito». È proprio il controllo costante e continuo dei rating emessi, prescritto dal legislatore europeo, che ci dà un indice della «validità» temporale del giudizio. A ciò si aggiunga che tra le circostanze di cui è possibile che l'agenzia debba tenere conto ai fini della revisione del giudizio vi potrebbe essere la stessa operazione di appello al pubblico risparmio, sia nel senso che essa possa essere in grado eventualmente di migliorare o peggiorare il merito creditizio dell'emittente, sia nel senso che, a seconda delle circostanze del caso concreto, l'effettuazione di una operazione di quel tipo costituisca comunque un'occasione nella quale risulti opportuno verificare se il giudizio di rating sia da mantenersi fermo o meno.

Perciò, qualora l'agenzia sia a conoscenza dell'operazione di appello al pubblico risparmio e acconsenta all'inclusione di un rating precedentemente emesso, negligenza omettendo di modificarlo pur in presenza di circostanze che avrebbero richiesto una sua revisione, pare potersi ritenere di essere al cospetto di una ulteriore ipotesi di responsabilità «da prospetto» dell'agenzia di rating, che si aggiunge al caso, più semplice, in cui l'agenzia di rating debba rispondere del rating contenuto nel prospetto poiché il prospetto è il mezzo di diffusione del giudizio espresso.

Quanto detto è confermato, poi, dal fatto che l'eventualità di un mutamento del merito creditizio nel corso di operazioni di sollecitazione all'investimento è, del resto, considerata rilevante anche in via di prassi. In molti dei casi in cui si provvede a predisporre un supplemento al prospetto informativo – che, si ricorda, essere doveroso in presenza di «qualunque fatto nuovo o significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenuti nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta» – il fatto nuovo o significativo, in grado di influire sulla valutazione dei prodotti finanziari offerti, consiste, appunto, in una variazione

---

<sup>(410)</sup> In passato era stato proposto un interrogativo analogo con riferimento all'eventuale obbligo in capo alle società di revisione di procedere ad un'attività di controllo e verifica della contabilità aggiuntiva rispetto a quella già svolta per fornire il giudizio sul bilancio, in ragione della più o meno ampia sfasatura temporale tra il medesimo giudizio e la data di pubblicazione del prospetto. G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 172 ss., conclude per la sussistenza di un tale dovere di controllo aggiuntivo, ancorandolo al dettato dell'art. 2043 c.c. In particolare, secondo l'Autore citato, «il dovere di effettuare nuovi controlli, volti a verificare la perdurante attendibilità della certificazione, può essere, in particolare, ricavato attraverso una concretizzazione della clausola generale dell'ingiustizia, attuata, per così dire, nel punto in cui confluiscono la disciplina della revisione e quella del ricorso al mercato dei capitali, ed illuminata dalla disposizione (...) che già prevede un controllo continuativo della società di revisione sulla regolare tenuta della contabilità, offrendo un ragionevole fondamento al dovere in esame».

del giudizio di rating precedentemente assegnato e, talvolta, nell'emissione *ex novo* di un giudizio di rating <sup>(411)</sup>.

Ciò detto, il riconoscere che di responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating si possa propriamente parlare in termini più ampi rispetto a quanto avviene per la responsabilità da prospetto delle società di revisione, non implica necessariamente l'assoggettamento dell'agenzia di rating alle regole di responsabilità previste dall'art. 94, comma 8 TUF. Il regime di responsabilità in concreto applicabile alle agenzie per rating errati inclusi nel prospetto, infatti, ben potrebbe coincidere con quello previsto per il caso in cui non vi sia alcun prospetto o documento d'offerta, tenendo presente che, in generale, ora esso deve essere determinato anche alla luce di quanto previsto dall'art. 35-*bis*.

### **2.2.1. (Segue) I rating nei prospetti d'offerta, nei prospetti di quotazione e nei documenti d'offerta e i casi in cui il prospetto dà atto dell'assenza di un giudizio di rating.**

L'analisi delle informazioni sui giudizi di rating fornite nei prospetti d'offerta è di particolare rilievo posto che, come si anticipava, accade spesso che il giudizio di rating sugli strumenti finanziari venga emesso proprio in occasione delle offerte pubbliche di sottoscrizione <sup>(412)</sup>. Esso è quindi terreno di elezione di un'analisi della responsabilità da prospetto delle agenzie di rating e può fungere da termine di paragone per stabilire se il tipo di prospetto o di documento informativo considerato comporti, in via di prassi, l'inclusione di informazioni di diversa natura sul merito di credito degli emittenti e dei titoli offerti.

Tra le prime informazioni contenute nel prospetto sulle valutazioni del merito di credito, a volte inserite nelle definizioni di apertura, vi è l'individuazione delle agenzie che hanno rilasciato i giudizi di rating mediante l'indicazione della loro denominazione sociale, della sede legale, e dell'avvenuta registrazione ai sensi del Regolamento CE n. 1060/2009 <sup>(413)</sup>.

---

<sup>(411)</sup> P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1070. Si vedano, ad esempio, tra i più recenti, il Supplemento al Prospetto Informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti di obbligazioni convertibili in azioni ordinarie Veneto Banca S.c.p.a. del prestito denominato "Veneto Banca 5% 2013-2017 convertibile con facoltà di rimborso in azioni" e alla contestuale offerta al pubblico indistinto dell'eventuale inopinato, disponibile sul sito <http://www.consob.it>, dove si dà atto del peggioramento del rating assegnato dall'agenzia Standard & Poor's all'emittente e si indicano quali sono i rischi connessi a tale peggioramento; e il Supplemento al Prospetto Informativo, depositato presso la Consob in data 20 maggio 2011 a seguito di comunicazione del provvedimento di approvazione con nota del 18 maggio 2011, protocollo n. 11044577, relativo all'offerta in opzione ai soci titolari di azioni ordinarie e a quelli titolari/portatori di azioni di risparmio e all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. di azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo S.p.A., anch'esso disponibile sul sito <http://www.consob.it>, dove si ravvisa la necessità di procedere a una integrazione delle informazioni contenute nel prospetto «a seguito della comunicazione di Standard & Poor's del 24 maggio 2011 che – a seguito della modifica dell'*outlook* della Repubblica italiana da stabile a negativo effettuato in data 20 maggio – ha modificato da stabile a negativo l'*outlook* di quattro banche italiane che avevano un *rating* pari o superiore a quello della Repubblica Italiana, tra cui Intesa Sanpaolo. In pari data, Standard & Poor's ha confermato i *rating* assegnati a Intesa Sanpaolo, A+ per il debito a lungo termine e A-1 per il debito a breve termine».

<sup>(412)</sup> Discorso diverso sembra doversi fare per le offerte pubbliche di vendita, posto che in tali casi i titoli oggetto dell'offerta sono già stati emessi e con maggiore probabilità sono già stati valutati dall'agenzia di rating.

<sup>(413)</sup> Cfr., ad esempio, il prospetto relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni del prestito denominato "Atlantia TF 2012-2018 garantito da Autostrade per l'Italia S.p.A.", disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 22 ss.



Il prospetto d'offerta (o il documento di registrazione) contengono, poi, informazioni sul rating attribuito all'emittente e al garante, ove presente <sup>(414)</sup>. Nel caso in cui gli strumenti finanziari offerti non siano titoli di debito o, comunque, non abbiano una componente di debito che consenta una valutazione del rischio di credito, l'unico rating menzionato dal prospetto sarà, peraltro, quello dell'emittente (e dell'eventuale garante).

Mentre l'assegnazione del rating allo strumento finanziario offerto è frequentemente contestuale alla pubblicazione del prospetto, accade più di rado che l'*issuer rating* sia emesso in occasione dell'operazione di sollecitazione all'investimento. Di norma, infatti, si tratta di un rating già diffuso al mercato, che viene poi riportato nel prospetto. Nella maggior parte dei casi in cui l'emissione del giudizio di rating sull'emittente è praticamente sincrona all'operazione, si è in realtà al cospetto di un mutamento del giudizio di rating preesistente e, dunque, alla rettifica dell'informazione già fornita, che ha luogo, generalmente, in un apposito supplemento al prospetto.

Nel caso di offerta al pubblico di titoli di debito, il rating più rilevante sarà, comunque, quello attribuito agli strumenti finanziari, trattandosi di una valutazione specificamente associata al rischio di credito dell'investimento proposto <sup>(415)</sup>.

Oltre allo specifico giudizio di rating, espresso in termini alfanumerici, sull'emittente o sull'emissione, di regola i prospetti forniscono ulteriori indicazioni più generali in relazione ai possibili effetti di un mutamento della valutazione già espressa e

---

<sup>(414)</sup> Cfr., ad esempio, il prospetto relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni del prestito denominato "Atlantia TF 2012-2018 garantito da Autostrade per l'Italia S.p.A.", disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 4, che contiene, oltre all'indicazione del giudizio sintetico di rating di lungo periodo e di breve periodo dell'emittente e della società garante, anche l'*outlook* (ossia la prospettiva di rating) per entrambi e una sintetica spiegazione del loro significato, con rinvii al sito internet dell'agenzia di rating per più dettagliate spiegazioni circa il significato delle valutazioni attribuite.

<sup>(415)</sup> Talvolta, in luogo di una sintetica spiegazione, magari unita a un rinvio al sito internet dell'agenzia di rating, il prospetto riporta direttamente le scale dei rating delle agenzie che hanno attribuito il giudizio. Così, ad esempio, il Prospetto Informativo di offerta e quotazione relativo all'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni del prestito denominato "Eni TF 2011/2017" e del prestito denominato "Eni TV 2011/2017", depositato presso la Consob in data 9 settembre 2011, a seguito di approvazione comunicata con nota n. 11076487 del 7 settembre 2011, redatto da Eni S.p.A., disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 224 del documento; e anche il Prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti di obbligazioni convertibili in azioni ordinarie Veneto Banca S.c.p.a. del prestito denominato "Vento Banca 5% 2013-2017 convertibile con facoltà di rimborso in azioni" e alla contestuale offerta al pubblico indistinto dell'eventuale inoptato, che contiene anche un rinvio alla sezione del sito internet dell'emittente contenente i report rilasciati dalle agenzie di rating incaricate. In alcuni casi, specie quando il rating dei titoli è stato richiesto ma non è ancora disponibile al momento della pubblicazione del prospetto, sono fornite informazioni più specifiche. Generalmente si tratta di avvertenze circa il fatto che il giudizio di rating dello strumento finanziario offerto potrà non coincidere con quello assegnato all'emittente, che esso non costituisce una raccomandazione di acquisto o di vendita, che esso potrà essere modificato in senso migliorativo o peggiorativo e che, se nel primo caso non vi è alcuna garanzia di un miglioramento del valore di mercato del titolo, nel secondo caso, invece, è possibile un peggioramento del valore del titolo. Si forniscono inoltre informazioni circa le modalità di comunicazione al pubblico del giudizio di rating ottenuto. Cfr., ad esempio, il prospetto relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni del prestito denominato "Atlantia TF 2012-2018 garantito da Autostrade per l'Italia S.p.A.", disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 96 s.; e il Prospetto Informativo di offerta e quotazione relativo all'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni delle obbligazioni del prestito denominato "Eni TF 2011/2017" e delle obbligazioni del prestito denominato "Eni TV 2011/2017", depositato presso la Consob in data 9 settembre 2011, a seguito di approvazione comunicata con nota n. 11076487 del 7 settembre 2011, redatto da Eni S.p.A., disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 81 s. del documento.

circa il significato dei giudizi di rating nell'ambito dell'analisi dei fattori di rischio dell'investimento. A notizie circa la data in cui il rating è stato emesso o modificato e circa le ragioni che, in quest'ultimo caso, hanno portato a una sua revisione, si accompagna un'esemplificazione delle possibili conseguenze derivanti dal mutamento del rating da parte delle agenzie nel corso della vita del prestito obbligazionario offerto. Solitamente è individuato un vero e proprio rischio connesso al rating dell'emittente (e dell'eventuale garante) e degli strumenti finanziari, consistente nel fatto che eventuali modifiche effettive o anche solo attese delle valutazioni già attribuite potrebbero incidere sul valore di mercato dei titoli offerti (c.d. rischio di mercato) <sup>(416)</sup>. Il rischio connesso al rating non ha, tuttavia, riguardo solo al valore di mercato delle obbligazioni. Infatti un eventuale *downgrade* del rating, questa volta dell'emittente, è, di norma, in grado di influire sulla possibilità di fare ricorso al mercato dei capitali o ad altre forme di finanziamento e di determinare un aumento dei costi associati a tali operazioni <sup>(417)</sup>. Inoltre, ad esempio, è possibile che i contratti di finanziamento stipulati dall'emittente contengano clausole contrattuali denominate *rating trigger*, ossia ricolleghino particolari conseguenze giuridiche – quali, ad esempio, l'insorgere del diritto della banca finanziatrice ad ottenere immediatamente la restituzione del finanziamento – ad un mutamento in senso peggiorativo del rating (c.d. *downgrade* o *downgrading*), generalmente al di sotto di soglie contrattualmente fissate <sup>(418)</sup>. Qualora la società emittente abbia in essere contratti che contengono *rating trigger*, il prospetto solitamente fornisce agli investitori informazioni al riguardo, sintetizzando il contenuto di tali clausole <sup>(419)</sup>. Infine, ulteriori informazioni in merito al significato del rating sono talvolta fornite in relazione al rischio di credito dell'emittente, quale misura all'esposizione creditizia dell'emittente nei confronti delle proprie controparti <sup>(420)</sup>.

---

<sup>(416)</sup> Così, ad esempio, tra gli altri, il Prospetto Informativo di offerta e quotazione relativo all'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni del prestito denominato "Eni TF 2011/2017" e delle obbligazioni del prestito denominato "Eni TV 2011/2017", depositato presso la Consob in data 9 settembre 2011, a seguito di approvazione comunicata con nota n. 11076487 del 7 settembre 2011, redatto da Eni S.p.A., disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 78 del documento.

<sup>(417)</sup> Al riguardo si veda *supra*, § 1.2. di questo capitolo.

<sup>(418)</sup> I *rating trigger* sono delle clausole contrattuali che «stabiliscono conseguenze negative (p. es.: scadenza anticipata, obbligo di costituire garanzie) nel caso in cui il rating dell'emittente o di sue emissioni scenda al di sotto di un determinato livello». Cfr. G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 66.

<sup>(419)</sup> Ad esempio, nel prospetto relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul Mercato Telematico delle Obbligazioni del prestito denominato "Atlantia TF 2012-2018 garantito da Autostrade per l'Italia S.p.A.", disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 1, 73 ss. e 210 ss. del documento, tra gli eventi che danno origine al rimborso anticipato obbligatorio dei finanziamenti in essere, è menzionato il declassamento del rating a lungo termine dell'emittente e/o del suo garante al di sotto di certe soglie predeterminate. Si informa, inoltre, che i medesimi impegni contrattuali annoverano tra le conseguenze di alcune ipotesi di *downgrade*, la possibilità per il soggetto finanziatore di richiedere il rilascio di garanzie aggiuntive da parte del garante, e in caso di mancato rilascio delle garanzie, la possibilità di chiedere al garante il rimborso integrale del finanziamento, e, in ogni caso, un incremento del margine applicabile ai fini del tasso di interesse e via dicendo. In un caso del genere è evidente come l'informativa in parola sia di competenza della società emittente, nonostante essa abbia ad oggetto le conseguenze giuridiche, contrattualmente stabilite, di un *downgrade* in rapporto ai contratti di finanziamento in essere, a nulla essendo tenuta al riguardo l'agenzia. Dell'inesattezza dell'informativa sui *rating trigger* sarà, dunque, esclusivamente la prima a rispondere (semai in concorso con l'eventuale garante e con l'intermediario responsabile del collocamento) e non l'agenzia di rating.

<sup>(420)</sup> Nei casi in cui il rating attribuito all'emittente o ai titoli emessi sia al di sotto della soglia dell'*investment grade*, è possibile che il prospetto precisi che il rischio connesso al rating attribuito ha in primo luogo a che fare con il suo essere di natura speculativa. Cfr. ad esempio, il Prospetto di base relativo al programma di emissione dei prestiti obbligazionari denominati "Banca Padovana – Tasso Variabile" "Banca

Per quanto riguarda invece le informazioni sui giudizi di rating contenute nei prospetti di quotazione non occorre aggiungere molto altro a quanto già si è detto in relazione al prospetto di offerta, posto che si tratta di documenti che rispondono a finalità in gran parte analoghe, che sono disciplinati unitariamente a livello nazionale ed europeo e, soprattutto, che solitamente sono redatti mediante la predisposizione di un unico documento qualora l'ammissione a quotazione sia contestuale all'emissione.

Rispetto ai casi di prima emissione, e come ben può accadere nel caso di offerta di vendita di titoli emessi in precedenza, è tuttavia più probabile che l'*issue* o il *bond* rating, riportati nel prospetto di quotazione, siano stati emessi dall'agenzia in una data antecedente a quella del prospetto <sup>(421)</sup>.

Nonostante queste minime differenze, anche nel caso di rating inseriti nel prospetto di quotazione sono generalmente fornite informazioni circa il rischio che un mutamento del giudizio di rating possa influire sul prezzo di mercato dei titoli ammessi alle negoziazioni, circa il significato dei giudizi di rating assegnati, magari mediante apposite tabelle che sintetizzano il significato delle valutazioni delle singole agenzie incaricate, e così via.

I giudizi di rating trovano invece meno spazio, per ovvi motivi, nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio. Come è noto, le offerte pubbliche obbligatorie sono promosse da chiunque detenga una «partecipazione superiore alla soglia del 30%» (cfr. art. 106, comma 1, TUF), intesa come quota di titoli che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni aventi ad oggetto la nomina o la revoca dell'organo amministrativo della società (cfr. art. 105, comma 2, TUF): si tratta, pertanto, di titoli di capitale e non di debito. Inoltre, esse hanno ad oggetto l'acquisto di «titoli», definiti dall'art. 101-*bis*, comma 2, TUF, come «strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria». Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie sono, dunque, promosse da chi detiene titoli dotati di diritto di voto su materie specifiche (come le azioni) e sono volte ad acquistare altri titoli con diritto di voto (anche su materie diverse): è evidente che non v'è molto spazio qui per le valutazioni di rating che, di regola, hanno ad oggetto il rischio di credito associato a uno strumento finanziario o a un'emittente.

Vi sono tuttavia offerte pubbliche di acquisto e di scambio volontarie che hanno ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito <sup>(422)</sup>, in relazione alle quali valgono, in buona misura, le considerazioni già fatte circa l'inclusione dei giudizi di rating nei prospetti di offerta e di quotazione; con qualche precisazione.

---

Padovana – Tasso Fisso” “Banca Padovana – Step up/Step down” “Banca Padovana – Zero Coupon” “Banca Padovana – Tasso Misto” di Banca Padovana Credito Cooperativo S.C., disponibile su <http://www.consob.it>, p. 34.

<sup>(421)</sup> Discorso analogo sembrerebbe potersi fare con riferimento alle offerte pubbliche di vendita di titoli già emessi, posto che anche in tali casi è possibile che il giudizio di rating abbia una data antecedente a quella dell'offerta. Cfr., ad esempio, la nota di sintesi e la nota informativa relative all'ammissione a quotazione del prestito denominato “Mediobanca Quarto Atto a Tasso Variabile con Tasso Minimo pari al 4,50% annuo e Tasso Massimo pari al 7,50% annuo 2011/2021 subordinato Lower Tier 2” (codice ISIN IT0004720436) dell'emittente MEDIOBANCA – Banca di Credito Finanziario S.p.A., disponibile sul sito <http://www.consob.it>, dove infatti si fa riferimento al rating dell'emittente e al rating delle obbligazioni assegnati precedentemente all'operazione di ammissione a quotazione.

<sup>(422)</sup> In tale ipotesi, tra l'altro, l'art. 102, comma 4-*bis*, TUF, consente che l'offerta venga assoggettata, dietro richiesta dell'offerente sulla quale decide la Consob, alla disciplina prevista per le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione, qualora questo non contrasti con le finalità di cui all'art. 91 TUF.

Nel caso delle offerte pubbliche d'acquisto di titoli di debito, l'informativa sul rating pare, invero, di scarso rilievo, in ragione del fatto che il titolo che l'offerente propone di acquistare è già nelle mani dell'investitore, il quale presumibilmente è a conoscenza dell'eventuale giudizio di rating assegnato agli strumenti finanziari. L'unica ipotesi realisticamente immaginabile in cui il giudizio di rating può influire nella scelta dell'investitore riguarda, invero, un (inaspettato) *downgrade* del titolo che convinca quest'ultimo ad aderire all'offerta. Ma si tratta di una ipotesi se non improbabile, alquanto marginale <sup>(423)</sup>.

Nel caso delle offerte pubbliche di scambio, invece, assume maggiore rilevanza l'informativa fornita sui rating dei titoli offerti in scambio e dell'offerente, poiché si ha la prospettiva di una opportunità di investimento in titoli per il mercato. Potrebbe darsi, tra l'altro, l'eventualità che i titoli offerti in scambio siano di nuova emissione e che, per tale motivo, non abbiano ancora ricevuto un rating. In queste ipotesi il prospetto solitamente informa dell'assenza di un giudizio di rating, ovvero che è stato richiesto un rating e che pertanto esso sarà emesso a breve. In altre, invece, il prospetto si avventura a precisare che «è ragionevole ritenere che sia il medesimo» giudizio attribuito ai titoli che si vogliono riacquistare, magari perché la gran parte delle caratteristiche del prestito offerto in sottoscrizione corrisponde alle caratteristiche del prestito scambiato <sup>(424)</sup>.

In generale, comunque, anche in occasione delle offerte pubbliche di scambio, si forniscono informazioni relative ai rating assegnati all'emittente e ai titoli di cui è richiesto lo scambio, al loro significato e ai rischi di un deterioramento del merito creditizio del dell'emittente, incluse le eventuali ripercussioni sul valore di mercato dei titoli in scambio, replicando in buona sostanza l'informativa fornita nei prospetti d'offerta <sup>(425)</sup>.

---

<sup>(423)</sup> Si ricorda, tuttavia, un caso, per certi versi analogo a quello descritto nel testo, relativo a un'offerta pubblica di scambio. A seguito della crisi finanziaria che ha colpito alcune banche islandesi, emittenti i titoli inclusi nelle attività finanziarie utilizzate a copertura delle polizze assicurative oggetto dello scambio, e del declassamento da parte delle agenzie del rating del debito estero dell'Islanda, avvenuto nel 2010, era stata promossa un'offerta pubblica al fine di scambiare le predette polizze assicurative con titoli emessi da Banco Popolare Società Cooperativa. Nel documento d'offerta pubblicato nel 2010 vi era un paragrafo relativo ai «Rischi legati alla mancata adesione all'OPS» che avvertiva circa il rischio che le banche islandesi non fossero in grado di adempiere alle obbligazioni assunte nei confronti dei titolari degli strumenti finanziari obbligazionari o strutturati da queste emessi e utilizzati a copertura delle polizze assicurative, anche in ragione del fatto che il declassamento dello Stato islandese avrebbe reso più difficile l'uscita dalla crisi economico-finanziaria. Al riguardo si veda il Documento di Offerta Pubblica di Scambio Volontaria ai sensi degli articoli 102 e seguenti del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 avente ad oggetto lo scambio di Polizze Index Linked emesse da UGF Assicurazioni S.p.A. e Eurovita Assicurazioni S.p.A. con titoli obbligazionari *senior* (non subordinati) e non strutturati, del tipo zero coupon, emessi dall'Offerente, nonché un eventuale conguaglio da versarsi in denaro, emessi da Banco Popolare Società Cooperativa, comunicata con nota n. 10007003 del 28 gennaio 2010, p. 44, disponibile sul sito <http://www.consob.it>.

<sup>(424)</sup> Si veda, ad esempio, il Documento d'Offerta relativo all'Offerta Pubblica di Scambio volontaria promossa ai sensi degli articoli 102 e seguenti del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 avente ad oggetto i seguenti strumenti finanziari per un valore nominale massimo di Euro 500.000.000 "Lower Tier II Subordinated Step-up Callable Notes due 2016" Obbligazioni subordinate Lower Tier II a tasso variabile con clausola di step-up, promossa da Banca Carige S.p.A., disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 49 e 54 del documento.

<sup>(425)</sup> Cfr. il Documento di Offerta Pubblica di Scambio Volontaria ai sensi degli articoli 102 e seguenti del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 avente ad oggetto lo scambio di Polizze Index Linked emesse da UGF Assicurazioni S.p.A. e Eurovita Assicurazioni S.p.A. con titoli obbligazionari *senior* (non subordinati) e non strutturati, del tipo zero coupon, emessi dall'Offerente, nonché un eventuale conguaglio da versarsi in denaro, emessi da Banco Popolare Società Cooperativa, comunicata con nota n. 10007003 del 28 gennaio 2010, disponibile sul sito <http://www.consob.it>.

Nonostante gli esempi fatti finora mostrino l'ampio spazio dedicato alle valutazioni sul merito di credito nei documenti informativi relativi alle sollecitazioni del pubblico risparmio, i giudizi di rating non sono sempre presenti nei prospetti, posto che, anche se accade sempre più di rado, il rating potrebbe non essere stato richiesto dalla società emittente o non essere altrimenti disponibile. Eppure, il giudizio di rating, o addirittura la sua «assenza» può costituire una informazione preziosa per gli investitori attuali e potenziali.

In alcuni prospetti informativi <sup>(426)</sup> tra i fattori di rischio – e in particolare tra i rischi relativi agli strumenti finanziari oggetto dell'offerta – è addirittura menzionato il rischio correlato all'assenza di rating dell'emittente o dei titoli offerti. Specie nel caso in cui manchi un giudizio di rating sui titoli, il fattore di rischio è ravvisato nel fatto che non vi è disponibilità immediata di un indicatore sintetico rappresentativo, appunto, della rischiosità degli strumenti finanziari emessi. In tali casi il prospetto solitamente chiarisce che l'emittente non ha richiesto alcun giudizio di rating ad alcuna agenzia e ribadisce l'avvertenza che l'investitore si assume il rischio che l'emittente non sia in grado di adempiere al pagamento delle cedole e al rimborso del capitale. Si tratta, a ben vedere, di un'affermazione non particolarmente densa di significato dal punto di vista giuridico – posto che il rating non funge da meccanismo assicurativo di un tale rischio, che, pertanto, di norma ricade a prescindere sull'investitore anche qualora sia stata rilasciata valutazione sul merito di credito – che è sostanzialmente volta a far sì che gli investitori pongano un'attenzione ancora maggiore sui dati invece disponibili nel prospetto, visto che tra di essi non vi è il giudizio di rating.

È evidente che qualora non ci sia il rating dell'emittente e/o degli strumenti finanziari è in radice esclusa qualsiasi responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating. Ciò nonostante si è voluto menzionare questa eventualità poiché costituisce un'importante conferma dell'imprescindibile ruolo svolto dal rating nell'influenzare le scelte di investimento e disinvestimento. Se addirittura l'assenza di rating diventa oggetto di *disclosure*, pare difficile negare che il rating assurga al ruolo di informazione «in sé».

---

<sup>(426)</sup> Si vedano, ad esempio, il prospetto di offerta relativo all'emissione del prestito obbligazionario "BCC di Fornacette 2011/2018 Tasso Misto Subordinato Lower Tier II con ammortamento", disponibile sul sito <http://www.consob.it> nella sezione Emittenti/prospetti; il Prospetto di base relativo al programma di emissione dei prestiti obbligazionari denominati "Banca Padovana – Tasso Variabile" "Banca Padovana – Tasso Fisso" "Banca Padovana – Step up/Step down" "Banca Padovana – Zero Coupon" "Banca Padovana – Tasso Misto" di Banca Padovana Credito Cooperativo S.C., disponibile sul sito <http://www.consob.it>, p. 64; il Prospetto informativo relativo (A) all'offerta in opzione agli azionisti di azioni ordinarie di nuova emissione e di obbligazioni convertibili subordinate del prestito denominato "Banca Popolare di Bari 7% 2013-2018 convertibile subordinato con facoltà di rimborso in azioni" e (B) alla contestuale offerta rivolta ai portatori di obbligazioni subordinate della Banca avente ad oggetto le azioni ordinarie e obbligazioni convertibili subordinate eventualmente non sottoscritte nell'ambito dell'offerta in opzione, della Banca Popolare di Bari S.C.p.A., p. 39, che evidenzia un rischio nell'assenza di rating sulle obbligazioni offerte e sull'emittente alla data del prospetto. Un altro caso in cui il rating è attribuito solamente all'emittente e non ai prestiti obbligazionari offerti in sottoscrizione è quello del Prospetto di Base 2013-2014 relativo al programma di Offerta e/o Quotazione di Prestiti Obbligazionari di UniCredit S.p.A. con possibilità di subordinazione *Lower Tier II*, rimborso anticipato e/o ammortamento, denominati: Obbligazioni *Zero Coupon*, Obbligazioni a Tasso Fisso, Obbligazioni a Tasso Fisso Crescente, Obbligazioni a Tasso Fisso Decrescente, Obbligazioni a Tasso Variabile con possibilità di *cap* e/o *floor*, Obbligazioni a Tasso Misto con possibilità di *cap* e/o *floor*, Obbligazioni con cedole legate alla variazione dell'Indice dei Prezzi al Consumo con possibilità di *cap* e/o *floor*, disponibile sul sito <http://www.consob.it>.

### **2.3. Considerazioni in merito al contributo fornito dall'agenzia di rating nella predisposizione del prospetto e del documento d'offerta. Le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto.**

L'esame condotto finora ha evidenziato che i giudizi di rating costituiscono un'informazione importante ai fini dell'assunzione delle scelte di investimento e disinvestimento, che, per tale ragione, è solitamente riportata, spiegata e analizzata nei prospetti d'offerta e di quotazione e, sia pure in misura più limitata, nei documenti d'offerta relativi a offerte pubbliche di acquisto e di scambio su obbligazioni e altri titoli di debito. Si tratta di un'informazione senza dubbio rilevante, tanto che i prospetti hanno cura di segnalare non soltanto la presenza di un rating, ma anche la sua assenza, quale ulteriore rischio da valutare ai fini dell'adozione di una scelta di investimento consapevole.

Si è altresì visto che i giudizi di rating sono talvolta rilasciati in occasione della specifica operazione di appello al pubblico risparmio – come capita di frequente con riferimento al rating degli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione –, mentre altre volte essi sono già stati diffusi e il prospetto si limita a farvi riferimento. Si tratta di una differenza rilevante ma non decisiva ai fini della sussistenza di una responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating, posto che, ogniqualvolta l'agenzia acconsenta all'inclusione in un prospetto di un giudizio di rating preesistente è come se «confermasse» la sua attualità, stante l'obbligo imposto dalla legislazione europea di verificare costantemente la permanenza delle circostanze che giustificano l'assegnazione di un dato rating.

Ciò detto, occorre ora stabilire quale sia l'effettivo contributo che le agenzie di rating forniscono alla redazione del prospetto e, in particolare, se le agenzie di rating rientrino nella nozione di «altre persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto» cui fa riferimento l'art. 94, comma 8, TUF, al fine di determinare se esse siano soggette alle regole di responsabilità previste dallo stesso art. 94, comma 8, TUF.

È noto che le agenzie di rating non partecipano alla redazione vera e propria del prospetto. Tale attività, di competenza di emittenti e offerenti (cfr. artt. 94, comma 1, 113, comma 1, e 102, commi 1 e 3, TUF), nella prassi viene svolta, al più, attraverso l'ausilio di soggetti quali l'intermediario responsabile del collocamento<sup>(427)</sup> o i consulenti legali che seguono l'operazione di appello al pubblico risparmio. L'agenzia si occupa esclusivamente di fornire una valutazione del merito di credito dell'emittente e/o dei titoli emessi che verrà poi menzionata nel prospetto. Non collabora materialmente alla redazione di parti del prospetto informativo, non sottoscrive il prospetto, non figura tra i soggetti responsabili delle informazioni contenute nel prospetto che rilasciano, in apertura del medesimo, una apposita dichiarazione di responsabilità, né instaura in alcun modo un contatto «qualificato» con l'investitore. Ciò nonostante il prospetto individua l'agenzia di rating che ha rilasciato il giudizio e riporta il rating dell'emittente o dello strumento finanziario, fornendo alcune delucidazioni sul significato del giudizio, le quali, in buona parte dei casi, si traducono in un rinvio al sito internet dell'agenzia di rating o all'intero contenuto del report creditizio da questa predisposto, qualificando espressamente, in taluni casi, il giudizio di rating quale

---

<sup>(427)</sup> Sul ruolo svolto dagli intermediari nelle operazioni che si svolgono sul mercato obbligazionario si veda, anche per i riferimenti, E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, cit., 922. G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, cit., 78, ricorda che gli intermediari «non si limitano al servizio di collocamento dei titoli, né al sostegno finanziario dell'operazione, bensì prestano anche la propria consulenza all'impresa emittente, sia nella progettazione dei termini economici e giuridici dell'affare che nella predisposizione del prospetto informativo».

*expert opinion* sul rischio di credito, rischio potenzialmente molto rilevante ai fini della complessiva valutazione dell'investimento.

Le agenzie di rating sono dunque *experts* menzionati nel prospetto che dovrebbero fornire all'investitore un parere obiettivo e indipendente sul rischio di credito associato all'investimento e, di norma, anche quando vi è un'attività di studio dell'operazione di appello al pubblico risparmio cui il prospetto si riferisce, l'agenzia non va oltre il rilascio di una valutazione sul merito di credito.

Definito quale sia l'effettivo contributo dell'agenzia di rating alla redazione del prospetto, una questione prodromica all'individuazione del regime di responsabilità da prospetto al quale essa è assoggettata risiede nello stabilire se sia ad essa applicabile il dettato dell'art. 94, comma 8, TUF, che si applica all'emittente, all'offerente, all'eventuale garante e alle «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto». Occorre, pertanto, determinare se tra queste ultime possa annoverarsi anche l'agenzia di rating.

Una prima indicazione su quali siano le altre persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto parrebbe essere fornita dalla direttiva 2003/71/CE. L'art. 6, par. 1, della direttiva impone agli Stati membri di introdurre nella propria legislazione nazionale una previsione che ascriva la responsabilità da prospetto almeno ad alcuni soggetti e, segnatamente, «almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi», poiché tali sono i soggetti gravati dell'obbligo di predisporre il prospetto e che, come si è ricordato, in linea di massima dispongono delle (o hanno un migliore accesso alle) informazioni necessarie a valutare l'investimento proposto. Senza ulteriori precisazioni, la norma prosegue prevedendo che «le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale» e che «deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata».

Dalla lettura della disposizione richiamata sembra doversi trarre che, una volta che il legislatore nazionale abbia individuato le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, prevedendo un'elencazione che contenga almeno i soggetti indicati dalla direttiva, ma che ben potrebbe estendersi anche ad altri soggetti coinvolti nell'operazione, i medesimi dovranno essere chiaramente designati nel prospetto stesso quali, appunto, responsabili. Da lì la necessità dell'attestazione circa l'esattezza delle informazioni contenute nel prospetto. La chiara individuazione di quali siano i soggetti responsabili per le informazioni contenute nel prospetto è richiesta, a ben vedere, per un'evidente esigenza di tutela degli investitori: l'investitore che assume una decisione di investimento sulla base del prospetto è, dunque, agevolato nell'individuazione dei soggetti che sono in primo luogo chiamati a rispondere delle sue inesattezze e sa fin da subito a chi potrebbe rivolgersi per ottenere il risarcimento del danno subito. A tali soggetti è dunque senz'altro applicabile il regime di responsabilità previsto dall'art. 94, comma 8, TUF in attuazione della Direttiva Prospetto. Oltre la disciplina europea non si spinge.

La disciplina europea, infatti, ad un'attenta lettura della norma, si limita solo a prescrivere che i soggetti gravati dell'obbligo di predisporre il prospetto o che comunque partecipano alla sua predisposizione o che detengono informazioni rilevanti ai fini della redazione del documento (quali sono gli organi di direzione, amministrazione e controllo e il garante) rispondano delle inesattezze ivi contenute e che essi siano facilmente

identificabili dagli investitori. Non compare, nel dettato normativo dell'art. 6, par. 1, della direttiva 2003/71/CE, la precisazione che tali soggetti rispondono «ciascuno in relazione alle parti [del prospetto] di propria competenza», invece contenuta nell'art. 94, comma 8, TUF, né si fa riferimento alla categoria delle altre «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto» quale categoria di soggetti diversi e distinti da quelli espressamente menzionati dalla norma. In altre parole, per il legislatore europeo le «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto» sono quelle indicate dall'art. 6, par. 1, della direttiva 2003/71/CE e gli eventuali altri soggetti previsti dalla normativa di riferimento del singolo Stato membro.

Eppure il legislatore italiano, nel recepire la menzionata disposizione, oltre a prevedere la responsabilità da prospetto in capo ai soggetti «minimi» già menzionati dalla direttiva, la estende *anche ad altre persone* – questo è del resto quanto può desumersi dall'utilizzo della congiunzione «nonché» – senza peraltro provvedere a una loro individuazione più specifica.

L'espressione utilizzata dal legislatore nazionale è così ampia da poter ricomprendere, in linea teorica, una molteplicità di soggetti che svolgono diverse attività e funzioni nell'ambito della concreta operazione di collocamento e/o quotazione, o che sono comunque depositari di informazioni rilevanti ai fini della redazione del prospetto. Pertanto, tale espressione ben potrebbe riferirsi a un intermediario che partecipa al consorzio di collocamento senza assumere la veste di responsabile del collocamento, alla società di revisione o a un esperto che abbia rilasciato un parere o un'opinione menzionata nel prospetto, e, quindi, potrebbe includere anche le agenzie di rating.

A questo punto si aprono due strade. Da un lato, si potrebbe ritenere che siano assoggettabili al più rigoroso regime di responsabilità previsto dall'art. 94, comma 8, TUF, solamente coloro che figurano espressamente tra i responsabili all'interno del prospetto, avendo rilasciato apposita dichiarazione. In altri termini, ad eccezione di coloro che sono espressamente menzionati dalla norma, coloro che abbiano, in qualche modo, partecipato alla redazione del prospetto, per poter essere assoggettati a tale regime, dovrebbero assumersi espressamente la responsabilità di almeno parte del contenuto del prospetto. Questa è del resto l'opinione di alcuni commentatori della normativa citata che, sulla scorta delle previsioni contenute nella direttiva, hanno affermato che solo coloro che si assumono espressamente la responsabilità per le informazioni contenute nel prospetto, rilasciando apposita dichiarazione, sono sottoposti al più rigoroso regime di responsabilità previsto dal comma 8 dell'art. 94 TUF, e quindi subiscono l'inversione dell'onere della prova posta a favore dell'investitore. Le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto sarebbero, pertanto, esclusivamente coloro che il prospetto individua come tali a seguito di una dichiarazione formale di responsabilità<sup>(428)</sup>, e il novero di tali soggetti comprenderà, quantomeno, quelli indicati dalla direttiva.

---

<sup>(428)</sup> Cfr. S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, cit., 788 ss. (spec. 193), la quale ricorda, tra l'altro, che il prospetto è solitamente sottoscritto dall'emittente e dal suo rappresentante legale; e P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 227, il quale, difatti, per i soggetti che pur essendo stati coinvolti nella redazione del prospetto non vengono espressamente indicati come responsabili in tale documento, ritiene applicabile la figura del concorso nell'illecito altrui e, pertanto, il regime di solidarietà risarcitoria. P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1079 s., ritengono che l'art. 94, comma 8, TUF non si riferisca a soggetti che non forniscono informazioni contenute nel prospetto ma si limitano, ad esempio, «a predisporre relazioni sui dati contabili della società emittente come nel caso della società di revisione contabile», e osservano che «dalla necessità di un'assunzione formale di responsabilità per le informazioni contenute nel prospetto ai fini della responsabilità prevista dall'art. 94



Dall'altro lato si potrebbero, invece, ritenere responsabili ai sensi e per gli effetti dell'ottavo comma dell'art. 94, TUF, tutti i soggetti che abbiano materialmente collaborato alla redazione del prospetto o da cui provengano le informazioni incluse nel medesimo, esperti compresi <sup>(429)</sup>. Questa soluzione consentirebbe di assoggettare al più rigoroso regime di responsabilità previsto dalla normativa interna anche le agenzie di rating.

#### **2.4. Considerazioni in merito all'applicabilità dell'art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating.**

Adottando la prima e più restrittiva interpretazione, si assoggetterebbero alle regole poste dall'art. 94, comma 8, TUF, solamente i soggetti tenuti alla predisposizione del prospetto o che sono comunque significativamente coinvolti nell'operazione descritta nel prospetto in ragione del ruolo ricoperto. Il risultato sarebbe quello di applicare il più rigoroso regime di responsabilità, caratterizzato dalla previsione di un'inversione dell'onere prova a favore dell'investitore, a una cerchia più limitata di soggetti i quali, però, d'altro canto, svolgono un compito centrale nell'operazione di appello al pubblico risparmio e di fatto dispongono delle informazioni contenute nel prospetto o ne hanno un maggiore e più facile accesso. Un tale esito interpretativo appare, peraltro, dotato di una sua razionalità intrinseca. Dato che non tutti coloro che sono coinvolti nella redazione del prospetto o nella predisposizione delle informazioni che dovranno essere contenute nel prospetto svolgono il medesimo compito o sono dotati delle medesime competenze e funzioni, pare, invero, del tutto comprensibile che coloro che sono maggiormente interessati all'esito dell'operazione di appello al pubblico risparmio, siano assoggettati a un regime di responsabilità più rigoroso. La diversità del ruolo di ciascun soggetto, in altre parole, viene rispecchiata nel regime di responsabilità in concreto applicabile, che consente all'investitore di rivalersi più facilmente sull'emittente, sull'offerente e sul garante, che sono, del resto, coloro intorno ai quali ruota l'intera operazione di sollecitazione all'investimento.

È pur vero che, adottando, invece, una lettura «sostanzialistica» dell'espressione «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto», che consenta di ricondurvi tutti coloro che sono stati coinvolti nella sua redazione o nella predisposizione

---

TUF consegue, inoltre, che non possano esservi casi di altre "persone responsabili" che non siano indicate nel prospetto. In assenza dell'assunzione formale di responsabilità, per queste altre "persone responsabili" varranno in ogni caso le norme di diritto comune sulla responsabilità. In tal senso sembrerebbe, infine, anche V. SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, cit., 886; ID., *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, cit., 855.

<sup>(429)</sup> Così L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 298, che, pur non riferendosi specificamente alle agenzie di rating quali potenziali persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, ritiene che tale categoria «potrebbe ricomprendere qualsiasi tipo di soggetto, persona fisica o giuridica, che in qualunque forma e modo abbia collaborato alla stesura del prospetto informativo; il pensiero corre in particolare, al rappresentante dell'emittente, come l'amministratore delegato, ovvero ad un dipendente dell'emittente, ovvero agli studi professionali a cui si rivolgono gli emittenti o gli offerenti per redigere materialmente il documento informativo che, poi, i committenti fanno proprio. In questi casi, il consulente, se è rimasto anonimo, non incorre in alcuna forma di responsabilità, mentre, al contrario, se è stato espressamente indicato nel prospetto informativo, rientra nell'ambito di applicazione del comma ottavo dell'art. 94 del Testo unico». L'Autore citato tuttavia non argomenta ulteriormente l'interpretazione proposta. Si segnala, inoltre, che la giurisprudenza tedesca ha adottato un criterio «sostanziale» nell'individuazione del novero dei soggetti responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, che determina l'insorgere della responsabilità in capo a coloro che, diffondendo informazioni inesatte, abbiano influito sulle decisioni di investimento. Sul punto M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 229.

dei documenti utilizzati nella redazione del prospetto, si agevola ulteriormente l'investitore che agisca in giudizio lamentando l'inesattezza o la falsità delle informazioni veicolate dal prospetto. Eppure non sembra che questo sia il risultato perseguito dal legislatore europeo e nazionale, né tantomeno può affermarsi che una interpretazione difforme comporterebbe, in sostanza, una facile elusione della responsabilità da prospetto da parte di soggetti che sono stati direttamente coinvolti nell'operazione di appello al pubblico risparmio <sup>(430)</sup>.

Questo poiché il legislatore europeo in prima battuta, e quello italiano in seconda battuta, seppure in forma molto meno esplicita, nel disciplinare la responsabilità da prospetto sembrano avere riguardo esclusivamente a soggetti «interni» alla società emittente od offerente, o a soggetti che, seppure «esterni», svolgono un ruolo operativo determinante nell'ideazione e realizzazione della struttura dell'operazione, quasi come fossero, appunto, soggetti inseriti nell'organizzazione societaria. Ciò si intuisce anche dal tenore dell'attestazione richiesta dall'art. 6, par. 1, della direttiva 2003/71/CE. Il legislatore europeo – che, tra l'altro, sembra fare riferimento alla responsabilità per l'intero prospetto – aveva in mente probabilmente lo stesso emittente o offerente, i componenti degli organi di amministrazione, direzione o controllo, il garante o, al più, gli intermediari impegnati nel collocamento dei titoli, e non già gli eventuali esperti che avessero rilasciato un parere menzionato nel prospetto <sup>(431)</sup>. La richiesta di una attestazione che certifichi che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni fornite dal prospetto sono conformi ai fatti e che non vi sono omissioni che ne alterino la portata, ben si comprende, del resto, qualora la si immagini proveniente da soggetti «interni» alla società, quali i componenti degli organi di amministrazione e controllo ovvero i dirigenti della società, ovvero dalla società emittente stessa o dall'offerente o, infine, da soggetti che, seppure «esterni» e terzi rispetto all'organizzazione societaria, abbiano avuto un ruolo decisivo nella ideazione e strutturazione dell'operazione, quali ad esempio l'eventuale garante e gli intermediari impegnati nell'operazione di collocamento. L'attestazione in parola può, infatti, essere rilasciata solamente da chi ha accesso e controllo, anche indiretto, delle predette informazioni.

Analoga sembra l'impostazione adottata dalla disciplina interna, che, nel precisare, con una formula a dir vero poco chiara, che la responsabilità di ciascuno si estende alle parti del prospetto di propria competenza, mostra di muovere dall'assunto che la

---

<sup>(430)</sup> Gli artt. 94, comma 8, e 113, comma 1, TUF, prevedono la responsabilità in capo all'emittente, all'offerente, al soggetto che richiede l'ammissione alle negoziazioni e all'eventuale garante a prescindere dalla sussistenza della dichiarazione di responsabilità di cui alla direttiva 2003/71/CE e dell'indicazione di tali soggetti nel prospetto quali soggetti responsabili.

<sup>(431)</sup> A conclusioni diverse sembra giungere V. SANGIOVANNI, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, cit., 855, che trae le proprie argomentazioni dal contenuto dell'allegato I alla direttiva 2003/71/CE. L'allegato, nel definire le informazioni da includere nella nota di sintesi al prospetto, prevede che sia fatta menzione dell'identità degli amministratori, degli alti dirigenti, dei consulenti e dei revisori. Sulla scorta di tale previsione, l'Autore ritiene che la direttiva fornisca, dunque, indicazioni su quali potrebbero essere le persone responsabili del prospetto. Si tratterebbe di soggetti che operano in seno all'emittente, come il direttore finanziario, salvo che per i soggetti esterni non vi sia un'espressa assunzione di responsabilità. In realtà l'allegato I alla direttiva 2003/71/CE non fa altro che prevedere l'inclusione nella nota di sintesi di informazioni già contenute nel prospetto circa l'identità di soggetti, persone fisiche e giuridiche, che hanno partecipato al complessivo processo di diffusione delle informazioni al mercato e non vale certo a specificare in misura certa, in un senso o in un altro, cosa debba intendersi per «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto» ai sensi dell'art. 94, comma 8, TUF, espressione contenuta, tra l'altro, in un testo normativo (nazionale) di anni successivo rispetto alla direttiva.

responsabilità debba essere modellata in relazione all'effettivo apporto informativo recato da tali soggetti alla redazione del prospetto e che, pertanto, essa si estende alle informazioni che ricadono nella loro sfera di controllo, anche indiretto <sup>(432)</sup>. Il legislatore nazionale, infatti, menziona all'art. 94, comma 8, TUF, l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante ed estende la responsabilità per essi prevista al soggetto che richiede l'ammissione alle negoziazioni (art. 113, comma 1, TUF) e all'intermediario responsabile per il collocamento (art. 94, comma 9, TUF), mostrando, dunque, di avere riguardo, in prima battuta, esclusivamente a coloro che abbiano partecipato in misura non trascurabile all'ideazione dell'operazione e alla redazione del prospetto.

Che ne è, dunque, delle altre «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto» cui fa riferimento l'art. 94, comma 8, TUF? Alla luce di quanto detto finora, tale formula sembra, innanzi tutto, fare riferimento a soggetti interni alla società, quali i componenti degli organi di amministrazione e controllo, i dirigenti, i responsabili del sistema di controllo interno e, in particolare, il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari *ex art. 154-bis* TUF. I primi, ossia i componenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo, sono del resto menzionati dalla direttiva, in alternativa alla società emittente. Essi non sono espressamente richiamati dal legislatore nazionale, che ha scelto di prevedere espressamente la responsabilità del solo emittente o offerente. Ciò nondimeno essi ben potrebbero essere individuati quali «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto», a seguito di un'apposita dichiarazione di responsabilità, in ragione del loro coinvolgimento (diretto) nell'operazione di appello al pubblico risparmio. Parimenti, anche altri soggetti che svolgono un ruolo gestorio all'interno dell'organizzazione aziendale potrebbero essere individuati quali responsabili delle informazioni rientranti nel loro ambito di attività; e qui ben si comprende la precisazione del legislatore secondo la quale i soggetti di cui all'art. 94, comma 8, TUF, rispondono per le parti del prospetto di propria competenza. Ben si può immaginare, dunque, l'individuazione tra i responsabili del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari che attesti che, per quanto a sua conoscenza, le informazioni di natura contabile riportate nel prospetto sono esatte e non contengono omissioni tali da alterarne il significato.

Alla luce di quanto appena detto pare, pertanto, doversi escludere, in via generale, l'applicabilità dell'art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating <sup>(433)</sup>. Le agenzie non sembrano rientrare nella nozione di «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto», poiché non figurano, di regola, tra coloro che, seppure terzi rispetto alla società, partecipano all'ideazione e messa in atto dell'operazione, e, in ogni caso, ai fini

---

<sup>(432)</sup> P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1079.

<sup>(433)</sup> Sembrerebbe ritenere che le agenzie di rating non possano essere considerate soggetti responsabili delle informazioni contenute nel prospetto anche F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all' informato. L'esperienza statunitense*, cit., 513 (nota 55), là dove precisa che il legislatore europeo non richiede che la responsabilità da prospetto, di cui all'art. 6 della direttiva 2003/71/CE, sia attribuita a soggetti ulteriori rispetto a quelli espressamente individuati, tra i quali si annoverano, appunto, l'emittente e l'intermediario finanziario. L'Autore ritiene altresì improbabile che il legislatore italiano, che all'epoca non aveva ancora provveduto a dare attuazione alla Direttiva Prospetto, abbia inteso estendere ulteriormente il novero dei soggetti responsabili, fino a ricomprendervi anche le agenzie di rating. Si veda inoltre F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicted o unsolicted rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 233 s., il quale esclude l'applicabilità alle agenzie di rating dell'art. 94, comma 8, TUF, sulla scorta della considerazione, non condivisa da chi scrive, che il rating non potrebbe essere ritenuto un'informazione e che, per tale ragione, verrebbe a mancare un presupposto per l'applicazione della norma citata.

dell'applicazione del più rigoroso regime di responsabilità previsto dall'art. 94, comma 8, TUF, parrebbe doversi ritenere necessaria un'espressa assunzione di responsabilità.

A esiti diversi, invece, si perviene nell'ordinamento statunitense in applicazione della legislazione in materia di responsabilità da prospetto. La responsabilità da prospetto è disciplinata, in via generale dalla *Section 11* del *Securities Act* del 1933. Mentre la *Section 12(a)(2)* prevede la responsabilità dell'*alienante* per le informazioni contenute nel *prospectus* (prospetto) fornito agli investitori, sanzionando, quindi, coloro che abbiano alienato strumenti finanziari sulla base di un prospetto inveritiero, anche se predisposto da altri; la *Section 11*, della quale si è già accennato (*supra*, capitolo 2, §§ 2. e 3.), prevede la responsabilità di vari soggetti che abbiano partecipato alla redazione del *registration statement* (documento di registrazione). Tali soggetti sono, in particolare, coloro che abbiano firmato il documento d'offerta, poiché a ciò tenuti dalla *Section 6(a)* del *Securities Act*, e, quindi, l'emittente, il direttore finanziario, il direttore amministrativo, la maggioranza degli amministratori e, eventualmente, i vertici della gerarchia aziendale; gli amministratori, i dirigenti e gli eventuali soci a responsabilità illimitata; chiunque sia indicato, previo consenso, come futuro amministratore dell'emittente o socio a responsabilità illimitata; gli intermediari responsabili del collocamento; gli *underwriters*; e, per quanto interessa ai nostri fini, *ogni esperto nominato nel documento d'offerta* «che abbia preparato o certificato parti dello stesso o documenti utilizzati nella sua redazione (tipicamente, la società di revisione e gli studi legali, ma anche esperti di altri settori: diversi casi riguardanti imprese petrolifere sono, ad esempio, basati sulla non veridicità delle affermazioni dei periti geologi relative alla ricchezza mineraria dei giacimenti della società)»<sup>(434)</sup>. Nonostante la giurisprudenza statunitense si sia orientata verso un'interpretazione restrittiva dell'elenco dei potenziali responsabili ai sensi della *Section 11* del *Securities Act*, sostenendo il suo carattere tassativo<sup>(435)</sup>, la formulazione della disposizione citata, nella parte in cui estende la responsabilità da prospetto a ogni esperto nominato nel documento d'offerta, consente di ricondurre a tale categoria anche le agenzie di rating che, anche qualora non predispongano o certifichino parti del *registration statement*, senz'altro predispongono dei documenti – nella fattispecie, i *report* creditizi – utilizzati nella sua redazione<sup>(436)</sup>. È del resto per tale motivo che si era resa necessaria la previsione espressa di un'esenzione dalla responsabilità prevista nella *Section 11* per le agenzie di rating che appartenessero al gruppo delle NRSROs, esenzione recentemente eliminata dal *Dodd-Frank Act*<sup>(437)</sup>.

---

<sup>(434)</sup> Si veda, anche per riferimenti, M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 7 ss. (spec. 15 s.).

<sup>(435)</sup> *In re Equity Funding Corp. of America Securities Litigation*, 416 F. Supp. 161, 181; U.S. Dist. LEXIS 17010, 44 s. (D.C. Cal. 1976). In argomento anche M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 16 s.

<sup>(436)</sup> Diversamente sembra F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 512 s. (nota 55), il quale, scrivendo in epoca antecedente all'emanazione del *Dodd-Frank Act*, riteneva che le agenzie di rating dovessero essere considerate generalmente esenti dalla c.d. responsabilità da prospetto applicabile a chi predispone il prospetto o partecipa alla redazione del prospetto secondo la *Section 11* poiché non svolgono tali attività. Inoltre, non si sarebbe comunque potuta attribuire loro la paternità del prospetto posto che non lo sottoscrivono nemmeno. Si veda al riguardo A.K. RHODES, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies*, cit., 332, che ritiene che «[b]ecause it seems unlikely that allowing suits based on claims of negligence to go forth would end up leading to investor recovery and a negligence standard would encourage litigation, allowing NRSROs exemptions from Section 11 indicates that NRSROs were not contemplated as "experts" rendering investment advice for the purposes of the Securities Act».

<sup>(437)</sup> Si tratta dell'esenzione posta dalla *Rule 436(g)(1)*, eliminata dal *Dodd-Frank Act* nel 2010. Al riguardo si veda *supra*, capitolo 2, §§ 2. e 3.

La responsabilità da prospetto delle agenzie di rating sembra, dunque, rientrare nell'ambito della disciplina legislativa statunitense in materia di responsabilità per false o inesatte informazioni contenute nel *registration statement*, poiché, a differenza di quella italiana, contempla espressamente un'ipotesi di responsabilità per le *expert opinion* incluse nel prospetto.

Nel nostro ordinamento, invece, posto che la responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating non è riconducibile all'ambito di applicazione dell'art. 94, comma 8, TUF, occorre chiedersi quale sia il regime ad essa applicabile. Nonostante alle agenzie di rating non si applichino le regole speciali interne in materia di responsabilità da prospetto, esse non vanno certo esenti da responsabilità per i giudizi di rating errati o inesatti che siano stati inclusi nel prospetto, poiché l'art. 35-*bis*, introdotto con il Regolamento n. 462/2013, si applica a tutte le violazioni delle disposizioni europee in materia di attività di rating individuate dall'allegato III, a prescindere dalle modalità di diffusione del giudizio e, pertanto, senza farsi alcuna distinzione a seconda che il rating errato sia o meno incluso in un prospetto. Inoltre, anche in mancanza di una simile previsione, non si vede per quale motivo la responsabilità dell'agenzia di rating non potrebbe comunque essere invocata, in via extracontrattuale, a norma dell'art. 2043 c.c., secondo quanto già si è detto in generale in materia di diffusione di informazioni inesatte sul mercato <sup>(438)</sup> (v. *supra*, § 2.2. del terzo capitolo).

L'identificazione delle regole di responsabilità applicabili alla responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating ci consente di svolgere un'ulteriore precisazione in merito alla necessità che l'agenzia di rating fornisca il proprio consenso all'inclusione del giudizio nel prospetto ai fini del sorgere della responsabilità.

Ai fini della sussistenza di una responsabilità «da prospetto» dell'agenzia di rating occorre che essa sia a conoscenza della menzione del giudizio di rating ivi contenuta: il riferimento al rating nel prospetto deve, infatti, essere avvenuto *con il suo consenso* o, comunque, nella consapevolezza da parte dell'agenzia che il giudizio sarebbe stato utilizzato per fini relativi alla sollecitazione all'investimento. Si tratta di una precisazione importante, specialmente nel caso in cui il giudizio di rating sia stato emesso proprio in occasione e in funzione di una specifica operazione di appello al pubblico risparmio, posto che, in tale ipotesi, come si è più volte accennato, il giudizio di rating viene diffuso proprio *mediante* il prospetto. È il riferimento al giudizio di rating contenuto nel prospetto che fa sorgere per l'agenzia il rischio di un'eventuale responsabilità civile nei confronti degli investitori, altrimenti non sussistente, poiché la pubblicazione del prospetto è il momento in cui il giudizio viene per la prima volta reso noto al mercato, e non pare, al riguardo, ammissibile che il rischio di incorrere in responsabilità possa sorgere senza che l'agenzia di rating ne abbia conoscenza e, soprattutto, senza che essa lo possa in qualche modo prevedere o controllare <sup>(439)</sup>.

---

<sup>(438)</sup> Del resto anche il legislatore statunitense consente il ricorso in via residuale all'azione prevista dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e dalla *Rule 10b-5*, della quale si è già detto in precedenza (v. *supra*, capitolo 2, § 2.3.), nei casi in cui l'investitore non possa avvalersi delle tutele previste dalla *Section 11* e dalla *Section 12(a)(2)* del *Securities Act*. In argomento si veda M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 63 ss.

<sup>(439)</sup> Analogamente, con riferimento al caso in cui il giudizio del revisore fosse per la prima volta reso noto in un prospetto, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 181, il quale ritiene che «perché una responsabilità da prospetto dei revisori possa sorgere (...) è necessario che essi abbiano acconsentito alla riproduzione della relazione di certificazione nel documento informativo o che comunque abbiano avuto conoscenza dell'intento della società revisionata di adoperare

Tuttavia, anche al di fuori dell'ipotesi di emissione del giudizio contestuale al prospetto, è preferibile la tesi che richiede comunque l'espreso consenso dell'agenzia di rating all'inclusione del giudizio nel prospetto. Nonostante la responsabilità delle agenzie di rating sia regolata, in via unitaria, dall'art. 35-*bis*, introdotto dal Regolamento 462/2013, e, in via residuale, dall'art. 2043 c.c., e, quindi, nonostante la circostanza che il rating sia già stato diffuso in precedenza determini di per sé l'esposizione al rischio della responsabilità, pur non determinando l'applicabilità di un regime di responsabilità diverso e più rigoroso in capo all'agenzia di rating, il fatto che il rating sia stato incluso nel prospetto può consentire all'investitore di ricorrere a meccanismi presuntivi ai fini della prova del nesso di causalità, specie per quanto riguarda la componente della *reliance*, senza, quindi, dover ricorrere ad altri strumenti agevolativi dell'onere della prova, come la *fraud-on-the-market theory*, che potrebbero non essere facilmente fruibili nel caso concreto (si veda *infra*, capitolo 5, §§ 7.1. e 7.2.). Inoltre, per quanto la diffusione della valutazione dell'agenzia possa già essere vasta, è indubitabile che l'inclusione del rating nel prospetto dia al giudizio di rating una maggiore visibilità, proprio perché si riferisce a una opportunità attuale di investimento.

In ogni caso, a prescindere da quando il giudizio di rating venga reso noto per la prima volta al mercato, e quindi sia nei casi in cui esso sia emesso contestualmente all'operazione, sia nei casi in cui esso fosse già pubblico al momento della diffusione del prospetto, si rammenta che è la normativa europea a prevedere l'inclusione dei giudizi di rating nella nota informativa relativa ai titoli di debito. Pertanto, in tale ipotesi può presumersi che l'agenzia di rating sia a conoscenza del fatto che il giudizio di rating verrà menzionato nel prospetto e non potrà escludersi la responsabilità dell'agenzia che non vi abbia espressamente acconsentito. Inoltre, quando il giudizio di rating venga riportato nella parte degli schemi di prospetto relativa alle informazioni provenienti da terzi e ai pareri degli esperti, è il Regolamento CE n. 809/2004 a richiedere che sia fornita espresa indicazione nel prospetto medesimo del consenso prestato da tali soggetti. Il problema circa la necessità che l'agenzia di rating presti il proprio consenso all'inclusione del giudizio nel prospetto sembra, dunque, risolto alla luce delle prescrizioni applicabili in materia di redazione del prospetto.

Analoga è la soluzione accolta dall'ordinamento statunitense, seppure con un'importante precisazione. Le disposizioni richiamate in tema di responsabilità da prospetto di cui alla *Section 11* del *Securities Act*, infatti, secondo l'interpretazione giurisprudenziale oramai consolidata, hanno riguardo esclusivamente ai casi di offerta al pubblico di titoli sul mercato primario. In tali ipotesi, pertanto, il consenso è richiesto proprio perché l'inclusione del giudizio di rating nel *registration statement* determina l'insorgere di una responsabilità da prospetto dell'*expert* altrimenti non configurabile. Questo è dimostrato dal fatto che, immediatamente dopo l'eliminazione dell'esenzione dalla responsabilità di cui alla *Section 11*, posta dalla *Rule 436(g)(1)* a favore delle agenzie di rating, le NRSROs hanno cominciato ad opporsi all'inclusione del giudizio di rating nel

---

detta relazione per fini di sollecitazione del risparmio. Altrimenti le società di revisione potrebbero trovarsi esposte ad un rischio notevolmente superiore (...) senza averlo potuto prevedere e senza poterlo adeguatamente controllare». Il riferimento è naturalmente alla giurisprudenza statunitense in materia di responsabilità dei revisori e in particolare al c.d. *floodgate argument*, per la prima volta esposto nel caso *Ultramares Corporation v. Touche*, 255 NY 170; 174 N.E. 441; 1931 N.Y. LEXIS 660; 74 A.L.R. 1139, secondo il quale la responsabilità del revisore si estende anche a coloro che, pur non essendo legati ad esso da un rapporto di *privity*, presumibilmente avrebbero avuto conoscenza del giudizio sul bilancio quando, alla luce delle circostanze del caso, risulti che il soggetto richiedente/revisionato non intenda mantenere per sé il contenuto di tale giudizio.

prospetto, determinando l'intervento della SEC al fine di evitare una paralisi del mercato obbligazionario <sup>(440)</sup>.

## **2.5. Offerta al pubblico di titoli strutturati. La responsabilità delle agenzie di rating per inclusione del giudizio di rating nei prospetti informativi relativi a prodotti finanziari originati da operazioni di cartolarizzazione.**

Dalla lettura dell'art. 6 della Direttiva Prospetto e dell'art. 94, commi 8 e 9, TUF, si è giunti alla conclusione che tanto il legislatore europeo quanto il legislatore italiano, in attuazione delle indicazioni provenienti dal primo, abbiano inteso riservare solamente ad alcuni soggetti la previsione di un regime di responsabilità da prospetto più rigoroso, incentrato sull'inversione dell'onere della prova dell'elemento soggettivo della colpa. Come si è in precedenza esposto, tale regime è destinato ai soggetti direttamente coinvolti nell'operazione di appello al pubblico risparmio, e segnatamente all'emittente (ovvero all'offerente o al soggetto che richiede l'ammissione alle negoziazioni), ad alcuni *insider* della società, come i componenti dell'organo amministrativo o il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, e a soggetti che, sia pure «esterni» e terzi rispetto all'organizzazione societaria dell'emittente, abbiano ciò nondimeno partecipato all'operazione, fornendo un contributo significativo alla sua ideazione, strutturazione e realizzazione, paragonabile a quello degli *insider* e secondo, forse, solo a quello dell'emittente stesso (si pensi, ad esempio, al terzo garante dell'emittente o al responsabile del collocamento dei titoli oggetto dell'offerta, la cui responsabilità è espressamente disciplinata dall'art. 94, comma 9, TUF).

La responsabilità da prospetto è, dunque, nell'ordinamento italiano, una responsabilità differenziata che tiene conto dell'entità del coinvolgimento e dell'apporto prestato da coloro che, a vario titolo, partecipano all'operazione di appello al pubblico risparmio. Per tale ragione, non tutti coloro che abbiano collaborato alla sollecitazione all'investimento sono espressamente considerati dall'art. 94, commi 8 e 9, TUF, o altrimenti assoggettabili alla disciplina ivi prevista. In particolare, come si è detto pocanzi, le agenzie di rating (e in generale gli *experts*) non possono, di regola, essere ricondotte alle altre «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto», cui il comma 8 della disposizione richiamata rinvia. L'agenzia di rating svolge, infatti, un ruolo per così dire «secondario» nell'ambito delle operazioni di appello al pubblico risparmio, che si traduce, in sostanza, nella valutazione del rischio di credito associato all'investimento proposto e nel rilascio di un'opinione professionale in qualità di esperto, opinione che verrà semplicemente menzionata nel documento informativo messo a disposizione degli investitori. In questo senso, la mancata estensione del più gravoso regime di responsabilità previsto dall'art. 94, comma 8, TUF alle agenzie di rating si mostra coerente con il grado di coinvolgimento delle medesime nell'operazione.

Tuttavia, l'analisi effettuata finora risulterebbe incompleta e, per certi versi, contraddittoria, se non si tenesse adeguatamente conto del più pregnante ruolo che le agenzie di rating svolgono nell'ambito delle cartolarizzazioni dei crediti e delle emissioni di titoli strutturati da queste originati. Come si è già ricordato (si veda *supra*, § 1.3. del secondo capitolo e § 1.2. di questo capitolo) <sup>(441)</sup>, in relazione alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, l'apporto delle agenzie di rating non può ricondursi semplicemente a una

---

<sup>(440)</sup> In argomento si veda *supra*, capitolo 2, § 3.

<sup>(441)</sup> Sull'argomento si tornerà anche in seguito. Si veda *infra*, § 7.3. del quinto capitolo.

valutazione professionale sul merito creditizio dell'investimento proposto. Come dimostra, tra l'altro, l'esperienza statunitense dello sviluppo del mercato dei titoli strutturati collegati a mutui *subprime* (e non solo), infatti, le agenzie di rating sono spesso attivamente coinvolte nell'ideazione e realizzazione delle operazioni di *securitization*, offrendo, oltre all'attività di valutazione del merito di credito, anche attività di consulenza sulla struttura dell'operazione, dischiudendo così all'emittente o alla società veicolo le condizioni alle quali l'emissione in questione potrebbe ottenere un determinato voto di rating. Ciò ha, del resto, permesso anche in passato agli emittenti di articolare l'operazione in modo tale da ottenere il giudizio che assicurasse il successo dell'offerta.

Qualora l'agenzia agisca non in semplice qualità di «esperto», ma nella veste di consulente dalla cui attività può dipendere, in larga misura, l'appetibilità e – talvolta – la stessa possibilità di presentare l'offerta al mercato <sup>(442)</sup>, pare evidente, anche intuitivamente, che un regime di responsabilità maggiormente rigoroso potrebbe risultare giustificato, nell'ottica sopra richiamata – e fatta propria dal legislatore – di modularne le caratteristiche in base al coinvolgimento di ciascun soggetto nell'operazione. In questi casi l'agenzia di rating svolge, infatti, un'attività *decisiva* per il successo dell'offerta al pubblico e, per tale ragione, potrebbe essere assimilata, anche sotto il profilo della responsabilità, a coloro dai quali di norma dipende la realizzazione dell'offerta e per i quali l'art. 94, commi 8 e 9, TUF, prevede, appunto, un regime di responsabilità più severo.

Questa osservazione non può, tuttavia, portare a riconsiderare quanto già affermato in relazione all'inapplicabilità dell'art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating. L'indicazione del legislatore sembra, al riguardo, chiara: il regime di responsabilità ivi previsto si applica all'emittente, all'offerente, all'eventuale garante e alle «persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto», espressamente indicate nel prospetto come tali, tra le quali non figurano, per i motivi esposti in precedenza (cfr. *supra*, § 2.4. di questo capitolo), le agenzie di rating.

Ad uno sguardo più attento, tuttavia, l'inapplicabilità dell'art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating non impedisce di assimilarle, anche in punto di responsabilità, ad altri soggetti *esterni* alla società che parimenti svolgono un ruolo decisivo nell'ambito delle operazioni di appello al pubblico risparmio e per i quali esiste nell'ordinamento una previsione espressa in materia di obblighi risarcitori. Si fa riferimento, in particolare, alla previsione contenuta nel successivo comma 9 dell'art. 94 TUF, in base alla quale «la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza» già richiesta all'emittente, all'offerente e all'eventuale garante dal comma 8 del medesimo articolo. Il legislatore ha dunque esteso l'inversione dell'onere della prova, in un'ottica di *favor* per l'investitore, anche alla responsabilità dell'intermediario responsabile del collocamento, in ragione del particolare ruolo rivestito nel procedimento di appello al pubblico risparmio.

Ebbene, anche le agenzie di rating, nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, sono soggetti «esterni» alla società che, come l'intermediario responsabile del collocamento, svolgono un ruolo fondamentale per il buon esito del collocamento dei titoli presso il pubblico. L'applicazione analogica dell'art. 94, comma 9, TUF, alle agenzie di rating potrebbe dunque risultare giustificata in tutti i quei casi – principalmente

---

<sup>(442)</sup> Si ricorda, in proposito, che è l'art. 2, commi 4 e 5, l. n. 130/1999, a subordinare la possibilità di offrire al pubblico strumenti finanziari strutturati risultanti da operazioni di cartolarizzazione al preventivo vaglio da parte di agenzie di rating indipendenti. Cfr. § 1.4.1. del terzo capitolo.



riconducibili alle offerte al pubblico di prodotti finanziari strutturati, ma in linea teorica non si può escludere che capitino anche in altre situazioni – in cui il loro intervento, per importanza, pregnanza e contenuto, sia assimilabile a quello dell'intermediario responsabile del collocamento, <sup>(443)</sup>. Solitamente, infatti, l'emissione di prodotti finanziari è preceduta da un'intensa collaborazione tra l'emittente, il responsabile e i componenti del consorzio di collocamento, al fine di delineare le caratteristiche essenziali dell'operazione che questi ultimi provvedono poi ad attuare attraverso la sottoscrizione e/o la vendita dei titoli presso il pubblico. Per quanto le agenzie di rating non partecipino direttamente al collocamento, né siano direttamente coinvolte nell'attività di vendita dei titoli sul mercato, è indubitabile, infatti, che, nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, al pari dell'intermediario responsabile del collocamento, esse partecipino quantomeno all'ideazione delle varie fasi di cui l'offerta si compone, raccomandando in quante *tranche* articolare ciascuna emissione, al fine di ridurre il rischio di credito sulla base di considerazioni relative al *credit enhancement*, suggerendo quale *collateral* (*asset* o prodotti finanziari) utilizzare come sottostante per l'emissione di ciascuna *tranche*, e via dicendo. In altre parole, è sulla base delle indicazioni fornite dall'agenzia di rating che vengono determinate le caratteristiche che un prodotto finanziario strutturato deve possedere per poter ottenere i voti di rating di grado più elevato, in termini di articolazione in classi delle emissioni (di modo tale che il rimborso delle classi *junior* sia subordinato al rimborso delle classi *senior*), di garanzie previste per la restituzione del prestito associato a ciascuna classe, di *over-collateralization* (*i.e.* la pratica consistente nell'emissione di titoli per un importo complessivo inferiore al valore degli *asset* che ne costituiscono il sottostante), *et similia*. In questo senso, nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, il contributo delle agenzie di rating all'ideazione e strutturazione dell'offerta, poi documentata e illustrata nel prospetto, sembrerebbe presentare delle somiglianze significative con l'attività svolta dal responsabile del collocamento nelle emissioni obbligazionarie *standard*, tanto da consentire l'estensione analogica della disciplina prevista dall'art. 94, comma 9, TUF, anche alle agenzie, quando, alla luce della valutazione delle circostanze del caso concreto, esse abbiano svolto un ruolo di pari importanza nella realizzazione dell'operazione.

Questa impostazione si mostra, del resto, coerente con le considerazioni alla base della possibilità di ammettere, sempre nell'ambito delle operazioni di *securitization*, meccanismi agevolativi dell'onere della prova del nesso causale (sui quali ci si soffermerà in seguito). Anche con riferimento alla prova del nesso causale, infatti, può utilmente darsi rilievo al fatto che alla realizzazione di un appello al pubblico risparmio, attuato mediante l'emissione di prodotti finanziari strutturati, l'agenzia di rating abbia fornito un contributo decisivo (si veda *infra*, § 7.3. del quinto capitolo). Inoltre, essa sembra confortata anche da considerazioni di natura prettamente sistematica e, in particolare, dal fatto che è lo stesso legislatore, attraverso la previsione contenuta all'art. 2, commi 4 e 5, l. n. 130/1999, a subordinare al preventivo vaglio da parte di agenzie di rating indipendenti la possibilità di offrire a investitori non professionali strumenti finanziari ottenuti attraverso la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione dei crediti. In questo senso, l'estensione alle agenzie di rating della norma contenuta all'art. 94, comma 9, TUF, si mostra in linea con l'istituzionalizzazione del ruolo e dell'intervento delle agenzie di rating operata dallo stesso legislatore (sul punto cfr. *supra*, 1.4.1. del terzo capitolo).

---

<sup>(443)</sup> Sull'attività svolta dagli intermediari incaricati del collocamento dei titoli nei mercati obbligazionari si veda, ad esempio, E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, cit., 922.

## 2.6. Profili di solidarietà passiva tra società emittente e agenzia di rating in caso di assunzione volontaria di responsabilità da parte della società emittente per la totalità delle informazioni contenute nel prospetto.

Secondo parte della dottrina, l'art. 94, comma 8, TUF, limiterebbe la responsabilità dei soggetti ivi menzionati alle parti del prospetto di loro «competenza», ma tale limitazione sarebbe in concreto posta nel nulla dal fatto che di regola la società emittente e l'eventuale garante (generalmente si tratta della società controllante) assumono formalmente la piena responsabilità per tutte le informazioni contenute nel prospetto<sup>(444)</sup>. Ciò comporterebbe l'emersione di ipotesi tipiche di concorso tra la responsabilità da prospetto dell'emittente e la responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating – disciplinata, come si è detto, e salvo il caso esaminato nel paragrafo precedente, dal combinato disposto degli artt. 35-*bis*, Regolamento CE n. 1060/2009, e 2043 c.c. – dovute proprio alla presenza nel prospetto di tali dichiarazioni.

Si tratterebbe, come è evidente, di casi particolarmente rilevanti ai fini della ricerca di una definizione quanto più precisa possibile dei «confini» della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori. Per tale ragione, occorre verificare se vi siano dei profili di solidarietà passiva tra società emittente e agenzia di rating in caso di assunzione volontaria di responsabilità da parte della prima per la totalità delle informazioni contenute nel prospetto (e, pertanto, anche per le informazioni relative alla valutazione sul merito creditizio attribuibili all'agenzia), e, ancora prima, che valore abbia tale formale assunzione di responsabilità nell'ambito della disciplina legislativa interna ed europea della responsabilità da prospetto.

Al riguardo è opportuno anzitutto precisare che tale dichiarazione non sembrerebbe comportare alcuna vera e propria garanzia da parte dell'emittente circa l'esattezza delle informazioni provenienti da soggetti terzi contenute nel prospetto, né varrebbe a derogare alla regola della competenza che disciplina la distribuzione dei carichi di responsabilità tra coloro che partecipano alla redazione del prospetto.

Come si ricordava in precedenza, l'affermazione legislativa per la quale i soggetti di cui all'art. 94, comma 8, TUF, che partecipano alla redazione del prospetto, rispondono per le parti «di propria competenza», lungi dal deporre univocamente, come alcuni hanno sostenuto, in favore della parziarietà dell'obbligazione risarcitoria, si limita esclusivamente a precisare che occorre avere riguardo all'effettivo contributo che ciascuno di tali soggetti ha apportato alla redazione del prospetto per determinare la misura della responsabilità di ognuno. Questo tuttavia non implica che l'emittente (o l'offerente) risponda solo per i dati e le notizie ad esso esclusivamente e direttamente attribuibili, poiché ha carattere assorbente il fatto che è su tale soggetto che grava l'obbligo di predisposizione del prospetto. Pertanto, esso risponderà comunque del contenuto dell'intero documento<sup>(445)</sup>, a prescindere dall'esistenza di un'espressa dichiarazione di responsabilità in tal senso.

Tale conclusione è, però, tutt'altro che pacifica. Secondo alcuni, infatti, posto che, alla luce dell'art. 94, comma 8, TUF, l'emittente risponderebbe – secondo le regole della responsabilità parziaria – esclusivamente della correttezza delle informazioni a sé direttamente riferibili e non delle informazioni provenienti da altri soggetti, sulla scorta di una diversa interpretazione della regola della «competenza» prevista nella norma appena citata, tale limitazione di responsabilità sarebbe in concreto superata dalla prassi di

---

<sup>(444)</sup> P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1079; A. ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, cit., 417.

<sup>(445)</sup> Sul punto si veda *supra*, § 2.1. di questo capitolo.

prevedere comunque nel prospetto un'assunzione volontaria di responsabilità da parte dell'emittente avente ad oggetto l'intero contenuto del prospetto <sup>(446)</sup>. Sono dunque coloro che qualificano come parziaria la responsabilità dei soggetti indicati all'art. 94, comma 8, TUF, ad attribuire una precisa rilevanza giuridica alla dichiarazione di assunzione volontaria di responsabilità di cui si discorre.

A ben vedere, però, tale assunzione formale di responsabilità da parte dell'emittente può essere spiegata, oltre che in via di prassi, anche alla luce delle indicazioni provenienti dall'art. 6 della Direttiva Prospetto, se si rammenta che il par. 1 della disposizione citata prevede espressamente che «le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale; deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata». È il legislatore europeo a richiedere la chiara indicazione dei soggetti responsabili per il prospetto unitamente, appunto, all'attestazione da parte dei medesimi che le informazioni riportate sono corrette, per quanto a loro conoscenza. Tra tali soggetti figura innanzitutto l'emittente, il quale, essendo gravato per legge dell'obbligo di predisporre il prospetto – nella sua interezza, e non solamente di parti di esso – sarà anche colui che assumerà la responsabilità per il suo (integrale) contenuto, con le precisazioni richieste dall'applicazione del criterio della «competenza» previsto dall'art. 94, comma 8, TUF.

Tale criterio non comporta che l'inesattezza di ogni dato, informazione o opinione determini comunque la responsabilità dell'emittente, poiché gravato del generale obbligo di redigere il prospetto. Da esso discende esclusivamente che l'emittente risponderà anche dell'inesattezza di informazioni provenienti da altri soggetti qualora egli possa verosimilmente esercitare un controllo anche sui dati provenienti da terzi per il particolare vantaggio informativo derivante dall'essere il soggetto che materialmente ricorre al pubblico risparmio, oltre che il soggetto della cui situazione patrimoniale, economica e finanziaria si tratta. Al riguardo, volendo esemplificare con riferimento alla fattispecie qui esaminata, viene innanzitutto in rilievo il dovere dell'emittente di fornire all'agenzia di rating informazioni corrette sulla propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria e quello di comunicare esattamente ogni dato, notizia o circostanza che possa avere rilievo ai fini della valutazione sul merito di credito. Viene altresì in rilievo il dovere di mantenere un dialogo con l'agenzia di rating e, eventualmente, di sollecitare la revisione o la correzione del giudizio qualora l'emittente – che, si ricorda, è il soggetto che dispone delle informazioni sulla cui base vengono redatte le valutazioni – abbia ragionevole motivo di dubitare della completezza del quadro informativo a disposizione dell'agenzia; senza che questo, ovviamente, comporti alcun dovere/potere dell'emittente di sindacare o controllare

---

<sup>(446)</sup> Al riguardo si vedano, ad esempio, P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 226 s., secondo il quale «[i]l legislatore italiano ha tuttavia scelto di adottare un regime di responsabilità parziaria con riguardo all'emittente, la cui area di responsabilità è stata dunque ridotta: l'emittente non risponde delle informazioni contenute nel prospetto che non provengono da lui. La responsabilità generale del responsabile del collocamento, posta dal comma 9 (che però non ha natura oggettiva), determina tuttavia un incentivo di quest'ultimo soggetto a richiedere all'emittente un'assunzione volontaria di responsabilità su tutte le informazioni contenute nel prospetto; e nella prassi commerciale, almeno in Italia, l'emittente generalmente si assume volontariamente una simile responsabilità»; e A. ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, cit., 416 s., secondo il quale, nonostante l'emittente non possa ritenersi responsabile per tutte le informazioni contenute nel prospetto, stante il regime di responsabilità parziaria posto dall'art. 94, comma 8, TUF, tale regola sarebbe in concreto superata dalla prassi in base alla quale l'emittente si assume comunque volontariamente la responsabilità per l'intero contenuto del prospetto.

il merito della valutazione, la quale rimane, per l'appunto, un'opinione professionale resa da un soggetto esperto.

In questo senso, la solidarietà passiva tra emittente e agenzia di rating sussisterà, dunque, non già in ragione della semplice assunzione di responsabilità per l'intero contenuto del prospetto da parte dell'emittente, ma ogniqualvolta l'informazione inesatta sia «di competenza» sia dell'agenzia di rating che dell'emittente, ovvero qualora sia comunque applicabile al caso concreto, nei limiti che si esamineranno in seguito <sup>(447)</sup>, l'art. 2055 c.c. Per tale ragione, dunque, ai fini della sussistenza di una solidarietà passiva tra emittente e agenzia di rating, assumerà rilievo la circostanza che l'informazione inesatta, seppur proveniente da un esperto, rientri comunque nella sfera di controllo e di competenza dell'emittente, avendo riguardo all'articolazione dei compiti di ciascuno di tali soggetti in occasione della redazione del corrispondente documento informativo, e non tanto la formale assunzione di responsabilità dell'emittente per il contenuto del prospetto, che costituisce, piuttosto, adempimento di un preciso obbligo in tal senso previsto dalla normativa europea.

## **2.7. L'ampiezza della responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating. Considerazioni conclusive.**

L'esame della responsabilità da prospetto delle agenzie di rating per l'inclusione, nel prospetto e nel documento d'offerta, di valutazioni sul merito di credito errate o inesatte, assume una particolare rilevanza ai fini della nostra analisi, poiché spinge a confrontarsi con uno dei problemi principali riguardanti l'applicazione delle regole della responsabilità civile a fattispecie che trovano la propria collocazione nel diritto dei mercati finanziari, ossia il problema del concorso e della partecipazione di più soggetti, sia pure con ruoli diversi, alla realizzazione di un illecito plurisoggettivo. La definizione degli ambiti di responsabilità – specifici o concorrenti – dei soggetti in parola (emittente, offerente, responsabile del collocamento, banche partecipanti al consorzio di collocamento, garante, società di revisione, consulenti legali, agenzie di rating e via dicendo) risulta fondamentale al fine di valutare l'efficacia dei rimedi civilistici posti a presidio dell'informazione al mercato, sia in un'ottica di deterrenza che in un'ottica di compensazione.

Di tale plurisoggettività si è tenuto conto nel valutare la partecipazione di tali soggetti alla redazione e diffusione di un prospetto o di un documento d'offerta contenente informazioni false o fuorvianti. Per tale motivo, l'analisi della responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating, in questa fase della trattazione, costituisce un utile preludio a un discorso più generale circa i casi di responsabilità esclusiva dell'agenzia di rating ovvero di concorso della medesima in un illecito attribuibile a un *primary violator*, trattazione che verrà condotta nella successiva Sezione III e, specialmente, nel successivo capitolo (cfr. §§ 9., 9.1., 9.2. del capitolo 5), dopo aver tuttavia esaminato quale è il regime della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori.

Lo studio di tali ultime ipotesi, unitamente allo studio della responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating, consente, in particolare, di verificare se è possibile – ed eventualmente in che termini – circoscrivere la responsabilità delle agenzie di rating entro un ambito suo proprio, e pertanto è fondamentale al fine di operare il più volte ricordato bilanciamento tra l'esigenza di non scoraggiare lo sviluppo dei servizi forniti dalle agenzie e

---

<sup>(447)</sup> Sul punto si veda *infra*, § 9. del quinto capitolo.

la concorrenza sul mercato del rating, da un lato, e l'esigenza di garantire una tutela effettiva agli investitori, dall'altro.

### **Sezione III – L'individuazione di un ambito di responsabilità specifico delle agenzie di rating.**

#### **3. Profili di specificità della responsabilità delle agenzie di rating per valutazioni sul merito di credito non incluse nel prospetto informativo o nel documento d'offerta.**

La responsabilità da prospetto è stata definita come «un sistema complesso di produzione e controllo delle informazioni», poiché nell'ambito delle operazioni di emissione, offerta e quotazione in borsa di strumenti finanziari intervengono una pluralità di soggetti con compiti e competenze anche molto diversi tra loro <sup>(448)</sup>. Una simile complessità caratterizza, invero, l'intero processo di diffusione di informazioni al mercato, anche se non contenute in un documento unitario quale il prospetto. È del resto affermazione comune che «nel danno da informazione finanziaria, il pregiudizio è causato da un'ampia schiera di soggetti» <sup>(449)</sup>.

La diffusione di informazioni al mercato necessita, infatti, dell'attività e dei controlli di coloro che, da un lato, forniscono informazioni e, dall'altro, verificano, attestano e certificano le medesime, talvolta addirittura diffondendo essi stessi (ulteriori) informazioni basate su verifiche di prima istanza e su dati forniti da altri. La partecipazione di un'ampia schiera di soggetti ai processi di pubblicazione delle informazioni economiche e finanziarie attribuisce, dunque, cruciale importanza al problema del concorso di più soggetti alla produzione del danno subito dall'investitore; problema completamente trascurato dal legislatore europeo, che all'art. 35-*bis* non ha dettato alcuna previsione al riguardo <sup>(450)</sup>, e che, pertanto, andrà risolto secondo le regole del diritto privato interno.

L'esame delle fattispecie di concorso di più soggetti – tra cui l'agenzia di rating – alla produzione del danno da informazione finanziaria richiede, però, un'operazione preliminare. Necessita, in particolare, che, attraverso una compiuta tipizzazione delle condotte illecite di amministratori, organi di controllo, società di revisione, intermediari e agenzie di rating, si distinguano i casi in cui effettivamente il danno da informazione finanziaria è causato dal concorso di più soggetti, e in cui, dunque, si applica l'art. 2055 c.c., dai casi in cui, invece, il concorso è solo apparente, e non sussistono i presupposti per l'applicazione della norma appena citata. È infatti mediante l'individuazione di una responsabilità specifica delle agenzie di rating che è possibile circoscriverne l'ambito, al fine di operare il più volte richiamato bilanciamento tra tutela degli investitori e sviluppo dei servizi di rating <sup>(451)</sup>.

---

<sup>(448)</sup> P. MONTALENTI, *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, cit., 453.

<sup>(449)</sup> P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 517.

<sup>(450)</sup> P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 517, osserva che «la norma comunitaria non regola il problema del concorso: non chiarisce se il concorso sia rilevante indipendentemente dalla gravità della colpa (cfr. art. 2055, cod. civ.), non introduce presunzioni, non regola la ripartizione dell'obbligo risarcitorio».

<sup>(451)</sup> Il problema è individuato in termini analoghi, anche se non del tutto coincidenti, da P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 517, il quale, muovendo dall'osservazione che il danno da informazione finanziaria è causato da un'ampia schiera di soggetti, ritiene che l'allocatione delle quote di responsabilità di ciascuno sia funzionale alla ricerca di un equilibrio tra ristoro del danno subito

Punto di partenza dell'analisi seguente è l'esclusione della configurabilità di una responsabilità c.d. indiretta in capo alle agenzie di rating, ossia di una responsabilità nascente dalla mancata verifica della correttezza e completezza delle informazioni pervenute all'agenzia. Il problema dell'applicazione dell'art. 2055 c.c. si pone, invero, anche nel caso in cui un soggetto risponda, in via indiretta, per l'illecito che abbia commesso altro soggetto che questi era deputato a vigilare, come del resto si è affermato in relazione alla responsabilità (impropriamente) indiretta delle società di revisione quando ancora tale forma di responsabilità era prevista, per la revisione di società non quotate, dall'art. 2409-*sexies* c.c. e, per la revisione di società quotate, dall'art. 164 TUF (oggi entrambi sostituiti dall'art. 15, d.lgs. n. 39/2010) <sup>(452)</sup>. Ciò nonostante, a livello metodologico, è opportuno distinguere i casi in cui sia prevista dal legislatore una responsabilità (anche impropriamente) indiretta e, dunque, la regola della solidarietà discenda, come nel caso delle società di revisione, dal mancato esercizio di un'attività di controllo e vigilanza che, se correttamente posta in essere, avrebbe impedito il verificarsi del danno, dai casi in cui la regola della solidarietà trova il proprio fondamento direttamente nell'art. 2055 c.c. in ragione del concorso di più soggetti nella produzione del medesimo fatto dannoso <sup>(453)</sup>.

---

dall'investitore e commisurazione delle quote di risarcimento in proporzione al contributo causale di ciascuno.

<sup>(452)</sup> M. FRANZONI, *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002, 112, rileva, infatti, che «la questione nodale è che il medesimo fatto si è prodotto per effetto del concorso di più condotte, ancorché queste siano causalmente dovute per titoli distinti».

<sup>(453)</sup> In senso contrario rispetto all'interpretazione proposta nel testo sembra andare L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 430 s., là dove afferma, senza peraltro argomentare oltre, che «la soluzione finale al problema della responsabilità civile delle società di rating può essere trovata sul piano del concorso causale alla produzione del danno, nel senso di imputarne il risarcimento alle agenzie, non in via esclusiva, ma in proporzione alla loro partecipazione alla produzione del danno e in solido con gli altri soggetti di cui si sia accertata la responsabilità». Oltre a ravvisarsi una contraddizione in termini nella possibilità che l'agenzia di rating, pur essendo tenuta al risarcimento del danno in solido con gli altri corresponsabili, risponda in proporzione alla propria partecipazione all'evento dannoso, giacché, ove fosse affermata la solidarietà, il risarcimento in proporzione del contributo causale sarebbe semmai l'esito di un eventuale giudizio di regresso; si ritiene non corretta la conclusione alla quale perviene l'Autore citato. Seppure non si possa negare che vi siano fattispecie in cui le agenzie di rating concorrono in forme di illecito plurisoggettivo (v. *infra*, §§ 9. e 9.1. del quinto capitolo), si ritiene che sia altresì configurabile una forma di responsabilità esclusiva delle agenzie di rating della quale esse rispondono, tra l'altro, per fatto proprio e non per fatto altrui sotto forma di responsabilità indiretta. È, invece, alla responsabilità (impropriamente) indiretta che l'Autore citato sembra fare riferimento, nel proseguire affermando che «la *ratio* del concorso delle agenzie consiste nella mancata verifica della correttezza e/o completezza delle informazioni, poiché le agenzie di rating si collocano al vertice della piramide informativa e, attraverso il loro ruolo, certificano tutto ciò che è stato effettuato dagli altri operatori economici nei precedenti passaggi; di conseguenza, le agenzie dovranno rispondere se sarà accertata la colpa, a seconda dei casi, delle società di revisione, degli emittenti, degli intermediari finanziari, ovvero dell'autorità di vigilanza, nella misura in cui sarà dimostrato che non hanno fatto nulla per impedire il danno ed hanno omesso quella diligenza connotata al proprio status professionale che, se correttamente applicata, avrebbe escluso il verificarsi del pregiudizio o, quantomeno, lo avrebbe attutito». Un tale ragionamento pare, evidentemente, fraintendere i termini del problema sotteso alla partecipazione delle agenzie di rating ad attività che coinvolgono una pluralità di soggetti (emittente, *management* dell'emittente, società di revisione, analisti finanziari, autorità di vigilanza e via dicendo). Si è già affermato nel testo che non è riscontrabile, nella più volte richiamata normativa in materia di agenzie di rating – e in particolare nel Regolamento CE n. 1060/2009, nel Regolamento UE n. 513/2011 e nel Regolamento UE n. 462/2013 – alcuna disposizione che imponga dei veri e propri doveri di controllo in capo alle agenzie di rating nei confronti dell'emittente, dei suoi organi, né tantomeno di altri soggetti quali società di revisione e autorità di vigilanza (v. *supra*, §§ 1.2.1.1. di questo capitolo). L'agenzia di rating non è affatto il vertice di una piramide di controlli. Se di tale piramide si può parlare, il suo vertice è tutt'al più costituito dall'autorità di vigilanza, e non dall'agenzia di rating, che,

#### 4. Un tentativo di tipizzazione delle condotte illecite delle agenzie di rating alla luce degli obblighi di condotta e dei doveri previsti nella disciplina europea.

La giurisprudenza statunitense fornisce una prima casistica in materia di responsabilità delle agenzie di rating e, in particolare, un panorama dei possibili inadempimenti ad esse ascrivibili. Fuori dei casi di responsabilità nei confronti della società che fornisce l'incarico di rating (sia essa una società chiusa o un emittente), sono molto varie le ipotesi in cui gli investitori che hanno acquistato (o venduto) titoli sul mercato si sono rivolti al giudice per sentire condannare le agenzie di rating.

Ad eccezione di un caso, raro ma comunque possibile, in cui l'agenzia era stata chiamata a rispondere per non aver corretto tempestivamente un prezzo di chiusura che era servito come base di calcolo per un indice di borsa al quale erano collegati strumenti finanziari derivati <sup>(454)</sup>, le ipotesi in cui gli investitori si sono rivolti al giudice per ottenere il risarcimento del danno asseritamente cagionato dalle agenzie di rating si possono riunire, sostanzialmente, in tre gruppi.

---

non avendo vere e proprie competenze di verifica e controllo, rimane piuttosto un soggetto *a latere*. In questo senso, infatti, va letta l'assenza di veri e propri poteri ispettivi in capo all'agenzia di rating. La stratificazione di attività e servizi svolti da soggetti diversi nell'ambito delle proprie distinte competenze professionali, va considerata, semmai, nel senso di legittimare l'agenzia di rating a fare affidamento sulla bontà del lavoro dei soggetti che svolgono attività a monte, qualora non vi siano indizi di frode o negligenza che inducano l'agenzia a chiedere ulteriori chiarimenti. In altri termini, non avendo il compito di controllare altri soggetti, come invece ad esempio la società di revisione, non può ritenersi sussistente in capo all'agenzia di rating alcuna forma di responsabilità indiretta. Per svolgere la propria attività di valutazione del merito di credito l'agenzia dovrà fruire dei risultati dell'attività di altri soggetti – ad esempio, dei dati di bilancio presentati dalla società e oggetto del controllo, questa volta inteso in senso proprio, della società di revisione – sui quali potrà fare affidamento. Tale stratificazione di competenze servirà, piuttosto, a «dimitare» la responsabilità dell'agenzia di rating nell'ipotesi in cui essa non abbia avuto alcun motivo per dubitare della bontà delle informazioni ricevute, e non, viceversa, ad espandere questa responsabilità fino ad ascrivere all'agenzia di rating un regime di responsabilità solidale fuori dall'ambito di applicazione dell'art. 2055 c.c. Per tale motivo non può condividersi quanto affermato dall'Autore citato circa il fatto che non si possa «escludere» di addebitare all'agenzia di rating l'intera responsabilità, qualora venisse accertato che gli altri operatori non sono responsabili perché, nonostante il danno, hanno impiegato l'ordinaria diligenza richiesta dall'espletamento dell'incarico, e che l'agenzia di rating ha sbagliato nel formulare il giudizio e nel rappresentare il quadro economico di un emittente o di uno Stato». Anche volendo tralasciare le conseguenze potenzialmente disastrose di una simile interpretazione, che comporterebbe un aggravio di responsabilità eccessivo in capo alle agenzie di rating senza, peraltro, che esse possano ritenersi «garanti» della bontà dell'attività svolta da altri soggetti e senza che il giudizio di rating possa considerarsi come una «assicurazione» o «garanzia» della qualità dell'investimento prospettato – affermazione che l'interpretazione esaminata sembra sottintendere –, si osserva in questa sede che non può ammettersi la responsabilità esclusiva dell'agenzia per fatto altrui in assenza di un'espressa previsione di legge e che, anche qualora fosse sussistente una tale responsabilità, in assenza di un illecito addebitabile a tali soggetti, l'agenzia di rating risponderebbe al più esclusivamente del fatto proprio. Delle due l'una, o vi è un illecito plurisoggettivo, al quale si applicano le regole dettate in materia di responsabilità dall'art. 2055 c.c., ovvero vi sono una pluralità di fatti dannosi, e quindi l'applicazione di tale regola non è giustificata. Nell'ipotesi prospettata dall'Autore non pare potersi ravvisare né l'ipotesi di concorso alla partecipazione di un medesimo fatto dannoso complesso né la presenza di una pluralità di fatti dannosi autonomamente risarcibili (posto che si specifica che non vi è alcuna colpa degli altri soggetti, e pertanto nessun illecito loro imputabile); vi è, dunque, esclusivamente un illecito addebitabile all'agenzia e non deve stupire che tale soggetto risponda interamente del proprio illecito. D'altronde, è principio consolidato che il danno, inteso come perdita subita e mancato guadagno, che sia conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento o dell'illecito, debba essere risarcito *integralmente* (cfr. art. 1223 c.c.).

<sup>(454)</sup> Il riferimento è al caso *Rosenstein v. Standard & Poor's Corp.*, sul quale si veda *supra*, capitolo 2, § 2.2.3.

Da un lato, infatti, vi sono i casi in cui si lamenta la partecipazione dell'agenzia di rating a un più complesso disegno fraudolento messo in atto da altri soggetti, solitamente *insider* dell'emittente, o dall'emittente stesso. In queste ipotesi generalmente l'assegnazione di un rating elevato da parte dell'agenzia di rating costituisce un elemento determinante o comunque molto importante al fine del successo dell'operazione fraudolenta e si assiste a un coinvolgimento rilevante dell'agenzia alla frode mediante, ad esempio, la diffusione non solo di giudizi di rating, ma anche di altre informazioni inesatte e fuorvianti volte ad indurre gli investitori all'acquisto <sup>(455)</sup>.

Dall'altro lato, invece, si hanno casi in cui non vi è la prova della partecipazione dell'agenzia a un altrui disegno fraudolento, ma si ha, semplicemente, l'assegnazione di un rating errato, senza che l'emittente o altro soggetto abbiano a loro volta fornito informazioni errate al mercato o alla stessa agenzia di rating, oppure – e questo costituisce il terzo gruppo di ipotesi – si assiste all'assegnazione di un rating errato in un contesto in cui anche l'emittente, il revisore e via dicendo abbiano, per quanto di propria competenza, fornito informazioni inesatte al mercato. Specialmente in questa ultima ipotesi è di grande attualità il problema dell'inquinamento informativo («GIGO effect»), ossia la circostanza che, in assenza di poteri ispettivi e di doveri che impongano espressamente all'agenzia di rating di verificare la veridicità delle informazioni fornite dall'emittente, il giudizio di rating possa essere errato poiché fondato su informazioni false o inesatte.

In massima sintesi sono tre, dunque, gli scenari prospettabili. Vi può essere la partecipazione dell'agenzia di rating a una frode a danno del mercato. Vi può essere il caso in cui più soggetti, inclusa l'agenzia di rating, diffondano contestualmente, o a breve distanza l'uno dall'altro, informazioni inesatte al mercato. Vi può essere, infine, il caso in cui, pur in assenza di inquinamento informativo, l'agenzia di rating fornisca, nondimeno, un giudizio di rating inesatto, errato o fuorviante. Queste ipotesi si affiancano a quella, già esaminata, della responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating che assume caratteristiche peculiari in ragione del fatto che il giudizio è, appunto, incluso in un prospetto o in un documento d'offerta, e a quella in cui l'illecito è ascrivibile esclusivamente all'emittente (e agli eventuali corresponsabili), mentre l'agenzia ha svolto diligentemente il proprio servizio.

In relazione agli scenari sopra descritti si proverà a distinguere quando possa affermarsi una responsabilità *esclusiva* dell'agenzia di rating e quando, invece, la responsabilità dell'agenzia di rating concorra con quella dell'emittente, dei componenti degli organi amministrativi e di controllo, della società di revisione e così via. Al riguardo si anticipa fin d'ora che i casi problematici riguardano, ovviamente, le ipotesi in cui si ha la commissione di un illecito sia da parte dell'emittente che da parte dell'agenzia e, quindi, la presenza di un problema di inquinamento informativo. Infatti, nelle ipotesi in cui l'illecito è ascrivibile esclusivamente all'agenzia di rating o all'emittente, un problema di solidarietà risarcitoria non ha nemmeno ragione di porsi: nel primo caso vi è, infatti, la responsabilità esclusiva dell'agenzia di rating, mentre, nel secondo caso l'unico responsabile è l'emittente e l'agenzia di rating va esente da ogni responsabilità.

## **5. Casi di responsabilità esclusiva delle agenzie di rating per l'emissione di giudizi errati sul merito di credito.**

---

<sup>(455)</sup> Nel panorama statunitense si vedano, ad esempio, in casi *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation* e *LaSalle National Bank v. Duff & Phelps*, dei quali si è già detto *supra*, capitolo 2, § 2.3. Per un'ipotesi di erronea descrizione dei titoli offerti al pubblico si veda invece il caso *First Equity Corporation of Florida et al. v. Standard & Poor's Corporation*, 670 F. Supp. 115; 1987 U.S. Dist. LEXIS 8835.



Si può astrattamente immaginare che, pur in assenza di un problema di inquinamento informativo, e quindi nonostante all'agenzia di rating siano state fornite dall'emittente o dai componenti dell'organo amministrativo delle informazioni esatte e complete, debitamente verificate dall'organo di controllo, dalla società di revisione e, se del caso, dall'autorità di vigilanza, l'agenzia di rating fornisca, ciò nondimeno, un giudizio negligenemente errato<sup>(456)</sup>.

Si tratta di un'ipotesi abbastanza di scuola e, infatti, la casistica disponibile non ci fornisce alcun esempio esattamente corrispondente. È meno di scuola e più reale, invece, l'eventualità che un simile scenario segua alla diffusione di rating *unsolicited*, ossia di rating che l'agenzia rende sulla base di informazioni pubblicamente disponibili e senza alcuna consultazione con l'emittente e con i suoi organi. A dire il vero, anche in relazione ai rating *unsolicited* potrebbe porsi un problema dell'inquinamento informativo, in ragione, ad esempio, dei possibili vizi delle comunicazioni pubbliche dell'emittente; tuttavia, si assuma, per semplicità, che ciò non accada e che, quindi, l'agenzia di rating formuli un giudizio *unsolicited* colposamente errato sulla base di dati e informazioni esatte già diffuse al pubblico (relazioni finanziarie, giudizio del revisore sul bilancio, comunicazioni al pubblico dell'emittente etc.).

Ci si troverebbe in una situazione del tutto simile a quella prima descritta: si potrebbe ravvisare una negligenza esclusivamente attribuibile all'agenzia di rating senza potersi muovere alcuna censura in tal senso all'emittente, ai suoi organi di amministrazione e controllo, alla società di revisione etc. Analogo è del resto il caso *Jefferson County School District v. Moody's Investors Service, Inc.*<sup>(457)</sup>, in cui, difatti, l'agenzia di rating Moody's era stata citata in giudizio per il danno arrecato al distretto scolastico della *Jefferson County* mediante l'emissione di un rating *unsolicited* fortemente negativo. In presenza di un rating *unsolicited* ingiustificatamente ed eccessivamente ottimista potrebbe immaginarsi, invece, la configurabilità di un danno da rating non tanto per l'emittente – come in *Jefferson County School District v. Moody's Investors Service, Inc.* –, quanto piuttosto per gli investitori. E si sarebbe, comunque, in presenza di una responsabilità *esclusiva e specifica* dell'agenzia di rating.

Già un breve esame della casistica mostra, tuttavia, come si tratti di ipotesi se non di scuola, estremamente rare, in cui diviene problematica addirittura l'individuazione di un vero e proprio danno per l'investitore. Per l'emittente il danno derivante da un rating *unsolicited* erroneamente negativo potrebbe ben ravvisarsi nell'incremento dei costi di reperimento di capitali sul mercato, in una perdita di immagine e, nelle ipotesi più estreme, in un dissesto indotto dalle difficoltà ad ottenere e sostenere forme di finanziamento. Un rating ottimista potrebbe, invece, avere l'effetto di indurre un incremento (fittizio) del prezzo del titolo, poi annullato una volta svelata l'erroneità del giudizio reso. Il danno per l'investitore dovrebbe dunque essere ricondotto all'alterazione dei prezzi creata dal rating e al differenziale tra prezzo pagato e valore effettivo del titolo. Al di fuori di una simile ipotesi, il danno patito dall'investitore per via di un rating eccessivamente ottimista, non giustificato dall'applicazione delle metodologie di rating e dalle informazioni provenienti dalle fonti, sia pure pubbliche, consultate dall'agenzia, non pare facilmente immaginabile.

---

<sup>(456)</sup> Si riferisce a questo scenario come ipotesi di responsabilità esclusiva dell'agenzia di rating anche L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, cit., 298.

<sup>(457)</sup> *Jefferson County School District v. Moody's Investors Service, Inc.*, 175 F.3d 848; 1999 U.S. App. LEXIS 8460; 27 Media L. Rep. 1737. Al riguardo, si veda *supra*, § 2.2.1 del capitolo 2.

Ad ogni modo, per quanto si tratti di ipotesi di scuola o comunque di rara verifica, è possibile che l'agenzia di rating addivenga a un giudizio errato sul merito creditizio nonostante l'emittente, i suoi organi amministrativi e di controllo e il revisore abbiano svolto correttamente i propri compiti e abbiano fornito all'agenzia informazioni corrette. L'erroneità del voto di rating potrebbe essere infatti derivata dall'inadeguatezza delle metodologie di rating utilizzate o dall'inosservanza delle regole ivi contenute, che niente hanno a che vedere con la condotta di altri soggetti eventualmente coinvolti nell'operazione di appello al pubblico risparmio. A maggior ragione, qualora il rating sia *unsolicited*, in presenza di informazioni pubblicamente disponibili corrette, l'operato dell'agenzia di rating sarà ancora più autonomo, con possibili riflessi anche sul piano della struttura della responsabilità.

In questi casi, uno spazio di responsabilità specifica ed esclusiva delle agenzie di rating è facilmente individuabile. Tuttavia, la possibilità di ammettere responsabilità esclusiva dell'agenzia non può essere esclusa per la sola presenza di una situazione di inquinamento informativo. Ben altri sono infatti i presupposti per l'applicabilità dell'art. 2055 c.c. al caso di specie.

Tuttavia, prima di esaminare il problema dell'applicabilità dell'art. 2055 c.c. ai casi in cui è ravvisabile il contributo dell'agenzia alla realizzazione di illeciti plurisoggettivi, occorre soffermarsi su alcune problematiche di carattere generale che interessano sia i casi in cui la responsabilità dell'agenzia di rating ha carattere esclusivo, sia i casi in cui essa concorra con la responsabilità di altri soggetti. Segnatamente, nel paragrafo successivo si affronterà il tema della possibile configurabilità di una responsabilità in capo ai singoli analisti e ai dipendenti dell'agenzia di rating che abbiano partecipato all'elaborazione del giudizio inesatto, mentre, nel capitolo successivo, l'esame del problema dell'applicabilità dell'art. 2055 c.c. ai casi in cui la condotta dell'agenzia abbia contribuito alla realizzazione di un illecito plurisoggettivo (cfr. sezione III del successivo capitolo), sarà preceduto dalla disamina dei profili attinenti alla qualificazione e al regime della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori.

## **6. Considerazioni in merito alla configurabilità di una responsabilità in capo ai singoli analisti e ai dipendenti dell'agenzia di rating che hanno elaborato il giudizio di rating errato o inesatto.**

Il discorso condotto finora ha fatto riferimento, in generale, alla responsabilità dell'agenzia di rating quale ente (o addirittura gruppo) societario, senza richiamare la responsabilità dei singoli analisti finanziari deputati alla elaborazione del giudizio di rating. La ragione di tale scelta espositiva, lungi dall'essere indice di una trascuratezza del problema – di sicuro interesse dogmatico – della configurabilità di una responsabilità individuale in capo ai singoli analisti e/o dipendenti dell'agenzia di rating che abbiano materialmente elaborato il giudizio errato o inesatto, deve essere ravvisata nel fatto che, solitamente, è esclusivamente l'ente societario a essere il destinatario delle richieste risarcitorie degli investitori. Ciò in ragione, fondamentalmente, di due circostanze: la maggiore capienza finanziaria della società, rispetto a quella dell'analista persona fisica, e l'esistenza di un pericolo di perdita reputazionale per l'intermediario derivante dall'instaurazione di un contraddittorio (pubblico) che sovente induce la società a concludere una transazione prima ancora che possa instaurarsi il giudizio <sup>(458)</sup>. È, dunque, estremamente probabile che la richiesta

---

<sup>(458)</sup> A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 218.

risarcitoria dell'investitore che si ritiene leso dall'emissione di un giudizio di rating errato venga avanzata esclusivamente nei confronti della *deep pocket*, ossia dell'agenzia di rating, in ragione della sua maggiore disponibilità finanziaria e dell'elevato costo in termini di perdita reputazionale che questa sopporterebbe per l'instaurazione di un procedimento contenzioso nei suoi confronti, rispetto al singolo analista finanziario. Ciò nondimeno, ammettendo che il nome dell'analista (o degli analisti) che hanno in concreto elaborato il giudizio di rating sia noto o comunque conoscibile dall'investitore, non può, quantomeno in astratto, non prospettarsi il problema della sussistenza di una responsabilità risarcitoria in capo a tali soggetti.

La disciplina europea dell'attività di rating non regola espressamente l'eventuale responsabilità degli analisti e degli altri dipendenti di cui l'agenzia si serve per formulare il rating del credito. L'unica prescrizione in materia, infatti, chiarisce esclusivamente che l'agenzia di rating ha il compito di garantire che i propri analisti, i propri dipendenti e ogni altra persona fisica che partecipi all'elaborazione del rating dispongano di conoscenze e esperienze adeguate ai compiti loro affidati (cfr. art. 7, par. 1, Regolamento CE n. 1060/2009) <sup>(459)</sup>.

Tuttavia, qualche indicazione ulteriore è fornita in materia di presentazione dei giudizi di rating, posto che nell'allegato I, sezione D, al Regolamento CE n. 1060/2009, recentemente modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, si prevede che le agenzie debbano *garantire* che «ogni rating e prospettiva di rating contenga un'indicazione chiara e visibile del nome e della funzione dell'analista principale di rating in una determinata attività di rating del credito e del nome e della posizione del responsabile principale dell'approvazione del rating o della prospettiva di un rating». Tale previsione pone rimedio, dunque, al sopra accennato problema della «conoscibilità» del nome delle persone fisiche che hanno materialmente elaborato il giudizio di rating, consentendone una identificazione potenzialmente rilevante ai fini dell'instaurazione del giudizio anche nei confronti di costoro.

Nonostante, dunque, il legislatore europeo non trascuri la disciplina degli analisti di rating e dei dipendenti dell'agenzia, è evidente che l'angolo visuale dal quale vengono regolate tali figure non è certo quello della responsabilità, ma piuttosto quello della prevenzione dei conflitti di interesse e delle garanzie di indipendenza. La sezione C dell'allegato I al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificata dal Regolamento UE n. 462/2013, che detta «disposizioni in materia di analisti di rating e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di rating del credito», e dove è concentrata la gran parte delle disposizioni normative che li riguardano, si occupa infatti esclusivamente di dettare regole volte a scongiurare l'insorgenza o la permanenza di conflitti di interesse e a preservare l'indipendenza di giudizio di coloro che materialmente svolgono l'attività di elaborazione del voto di rating.

---

<sup>(459)</sup> L'allegato I, sezione C, al Regolamento CE n. 1060/2009, detta «Disposizioni in materia di analisti di rating e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di rating del credito». Pur trattandosi di disposizioni volte a scongiurare che si instauri un rapporto troppo stretto tra analisti e dipendenti dell'agenzia da un lato, e società valutata dall'altro, che possa comprometterne l'indipendenza di giudizio e quindi creare una situazione di conflitto di interessi, e nonostante le numerose prescrizioni volte ad assicurare che tali soggetti dispongano delle competenze e dell'esperienza necessarie a svolgere i compiti ad essi affidati, esse non contengono alcuna indicazione in materia di responsabilità di tali soggetti. Si segnala, tuttavia, che in base alla sezione C, le agenzie sono garanti del mantenimento della riservatezza da parte dei propri analisti e dipendenti in ordine alla documentazione riservata in possesso dell'agenzia e alle altre informazioni disponibili, impedendo pertanto gli scambi, l'utilizzo o la diffusione di tali informazioni all'esterno.

Per tale ragione, salva la disposizione richiamata in materia di conoscibilità delle persone fisiche che hanno elaborato il giudizio, non sembra che nella disciplina europea possa ravvisarsi alcuna utile indicazione circa l'eventuale assoggettabilità degli analisti di rating e dei dipendenti dell'agenzia a una propria responsabilità per fatto illecito. La sussistenza di una tale responsabilità dovrà dunque essere verificata alla luce delle regole di diritto comune e, pertanto, verificando anzitutto se possano applicarsi gli artt. 1228 e 2049 c.c.

Come si dirà in seguito <sup>(460)</sup>, salvo i casi – per vero abbastanza rari – in cui sussista un rapporto contrattuale tra agenzia di rating e investitore <sup>(461)</sup>, la responsabilità dell'agenzia nei confronti dei terzi è riconducibile alle regole della responsabilità aquiliana, con la conseguenza che, esclusa in radice l'applicabilità dell'art. 1228 c.c., che disciplina la responsabilità del debitore, che si avvalga di altri soggetti nell'espletamento della prestazione dovuta, per il fatto degli ausiliari, potrebbe al più applicarsi il corrispondente art. 2049 c.c., norma che, nell'ambito della responsabilità extracontrattuale, disciplina la responsabilità dei padroni e dei committenti e che, per quanto qui di interesse, consentirebbe di ritenere responsabile l'agenzia di rating per il fatto illecito commesso da coloro di cui essa si avvalga nello svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito <sup>(462)</sup>.

Tuttavia, a ben vedere, l'art. 2049 c.c. non consente di risolvere il problema della configurabilità di una responsabilità in capo ai singoli analisti e ai dipendenti dell'agenzia di rating che abbiano partecipato all'elaborazione del giudizio errato, posto che, pur trattandosi di una disposizione che prende in considerazione il contributo causale alla produzione del danno da parte di soggetti inseriti all'interno della medesima organizzazione – quella del «padrone o committente» che, poi, proprio ai sensi dell'art. 2049 c.c. è chiamato a risarcire il danno –, essa prende in considerazione non già la responsabilità di tali soggetti, quanto piuttosto la responsabilità del soggetto da cui essi dipendono. In altre parole, l'art. 2049 c.c. consente di ritenere responsabile l'organizzazione, quando il fatto illecito sia commesso da soggetti operanti al suo interno, ma nulla dice circa la responsabilità di questi ultimi. Tuttavia, ciò è di poco ausilio nel caso oggetto di esame, posto che, stante la previsione dell'art. 35-*bis*, non occorre ricorrere al 2049 c.c. per affermare la responsabilità dell'agenzia di rating per il negligente svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito.

Se, dunque, il ricorso all'art. 2049 c.c. non è risolutivo al fine di affermare la configurabilità di una responsabilità individuale del singolo analista o dipendente

---

<sup>(460)</sup> Si veda *infra*, § 1. del capitolo successivo.

<sup>(461)</sup> Al riguardo si rimanda al capitolo 3, § 2.2., spec. nota 259.

<sup>(462)</sup> Cfr. L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 408 s., che, precedentemente all'introduzione dell'art. 35-*bis* da parte del Regolamento UE n. 462/2013, sosteneva che dottrina e giurisprudenza sarebbero comunque arrivate alla positiva affermazione della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori anche in forza del disposto dell'art. 2049 c.c. L'Autore osservava infatti che «in base a questo accostamento, le agenzie di rating dovrebbero oggettivamente rispondere dei danni cagionati agli investitori dagli analisti finanziari che hanno partecipato al procedimento di formazione del rating e gli investitori sarebbero esonerati dalla prova della colpevolezza delle agenzie, che spesso rappresenta un serio ostacolo alla soddisfazione dei propri interessi». Tuttavia, è lo stesso Autore a ricordare che l'opinione dominante ha preferito fare ricorso non già all'art. 2049 c.c., ma alla più generale disciplina posta dall'art. 2043 c.c. al fine di affermare la sussistenza di una responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori. L'applicabilità dell'art. 2049 c.c. alle agenzie di rating è stata riconosciuta anche da M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 649.

dell'agenzia di rating, che abbia svolto negligenzemente l'incarico affidatogli, la soluzione del problema oggetto d'esame può forse essere fatta discendere, ancora una volta, dall'applicazione della clausola generale di cui all'art. 2043 c.c. che, anche precedentemente all'introduzione dell'art. 35-*bis*, era sembrata un ancoraggio più convincente per la responsabilità dell'agenzia di rating, in luogo del già discusso art. 2049 c.c., dal quale discenderebbe una responsabilità «oggettiva» del padrone o committente.

In sostanza, ogni qualvolta possa ravvisarsi un fatto illecito, colpevole, causalmente rilevante e produttivo di danno, riferibile al singolo analista o dipendente dell'agenzia di rating, la cui identità risulti conoscibile alla luce delle disposizioni europee richiamate, come modificate dal Regolamento UE n. 462/2013, nulla vieterebbe di ritenere sussistente in capo a tali soggetti una responsabilità *ex art. 2043 c.c.*, che concorrerebbe eventualmente, qualora vi siano i presupposti, con la responsabilità dell'agenzia di rating *ex art. 35-bis*, Regolamento CE n. 1060/2009 e art. 2043 c.c. In questo senso, l'applicazione delle regole di diritto comune consente di giungere, sotto il profilo della responsabilità individuale degli analisti e dei dipendenti dell'agenzia di rating, a un risultato pratico affine a quello derivante, nell'ambito della responsabilità delle società di revisione e dei soggetti operanti al loro interno, dall'applicazione dell'art. 15, comma 2, d.lgs. n. 39/2010, secondo il quale il responsabile della revisione e i dipendenti sono responsabili, in solido tra loro e con la società di revisione, per i danni conseguenti da propri inadempimenti o fatti illeciti, sia pure in assenza di una previsione espressa di analogo tenore. Tutto ciò, in forza della considerazione che la società di rating non può non assumere «il rischio professionale del mancato e/o inesatto funzionamento del proprio apparato organizzativo» <sup>(463)</sup>, anche qualora non vi sia un rapporto obbligatorio tra agenzia di rating e soggetto danneggiato.

---

<sup>(463)</sup> Così M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti*, 2010, 296, sia pure con riferimento alla responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti della società committente.

## IL REGIME EXTRA CONTRATTUALE DELLA RESPONSABILITÀ DELL'AGENZIA DI RATING NEI CONFRONTI DEGLI INVESTITORI

SOMMARIO: Sezione I – Profili sostanziali. – 1. La natura della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori. – 2. I doveri dell'agenzia di rating. – 2.1. (*Segue*) Il dovere di indipendenza. – 2.2. (*Segue*) Il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati. – 2.3. (*Segue*) Il dovere di accuratezza. – 2.4. (*Segue*) Il dovere di professionalità e competenza. – 2.5. (*Segue*) Il dovere di trasparenza. – 3. La diligenza dell'agenzia di rating. – 3.1. (*Segue*) Ambito di operatività dell'art. 2236 c.c. – 3.2. Considerazioni in merito al criterio della colpa oggettiva. – 4. Il nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno all'investitore. – 4.1. (*Segue*) L'applicazione dell'art. 1227 c.c. all'investitore. – 5. Il danno da rating. Tipologie e quantificazione. – 5.1. Ulteriori profili in materia di quantificazione del danno da rating. – Sezione II – Profili di prova. – 6. Onere della prova e inadempimento dell'agenzia di rating. – 6.1. (*Segue*) Il ricorso al principio della vicinanza della prova al fine di agevolare la prova dell'inadempimento e della colpa dell'agenzia di rating. – 6.1.1. (*Segue*) Osservanza delle metodologie di rating e formulazione del giudizio sul merito di credito tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato. – 6.2. I limiti del sindacato giurisdizionale sull'applicazione delle metodologie di rating e sulla correttezza delle valutazioni delle agenzie. – 7. I profili temporali nell'accertamento del nesso di causalità. Efficacia nel tempo dei giudizi di rating, *credit watch* e *outlook*. – 7.1. Considerazioni in merito al ricorso alla *fraud-on-the-market theory* ai fini della prova del nesso di causalità. – 7.2. La prova del nesso di causalità tramite il ricorso a presunzioni. – 7.3. La prova del nesso di causalità nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti. – 8. Profili problematici in tema di prova del danno da rating. – Sezione III – Profili processuali. – 9. Applicabilità dell'art. 2055: il contributo delle agenzie di rating alla realizzazione di illeciti plurisoggettivi. Casi residuali di concorso nella produzione di un fatto dannoso attribuibile a un *primary violator*. – 9.1. La partecipazione dell'agenzia di rating alla frode dell'emittente. – 9.2. La ripartizione interna delle quote di responsabilità e l'esercizio dell'azione di regresso. – 10. Il termine di prescrizione dell'azione promossa nei confronti dell'agenzia di rating.

### Sezione I – Profili sostanziali.

#### **1. La natura della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori.**

Ci si è già soffermati sulle modalità di diffusione al pubblico dei giudizi di rating e sulla distinzione tra comunicazione del rating all'investitore mediante «abbonamento» a un sito internet – che richiede la preventiva iscrizione e l'accettazione di termini e condizioni contrattuali da parte dell'investitore – e pubblicazione del medesimo mediante altri siti internet che non richiedono alcuna *subscription*, giornali, prospetti informativi, intermediari e analisti finanziari <sup>(464)</sup>.

Nel primo caso, è possibile ritenere che tra l'investitore e l'agenzia di rating, attraverso il meccanismo della *subscription*, sia sorto un rapporto obbligatorio in forza del quale l'agenzia di rating fornisce un servizio, consistente nella diffusione delle proprie valutazioni sul merito creditizio, agli abbonati, i quali non sono, di regola, tenuti al pagamento di un corrispettivo per il servizio in questione.

Vi è poi il caso di investitori o altri soggetti qualificati – ad esempio, le società di revisione, che, nell'ambito della propria attività di consulenza, spesso necessitano di valutazioni sul merito creditizio delle imprese – i quali, per il grado di dettaglio e di approfondimento delle informazioni e valutazioni richieste alle agenzie di rating, fruiscono

---

<sup>(464)</sup> Si veda *supra*, capitolo 1, § 2. Al riguardo si ricorda che delle diverse modalità di diffusione dei giudizi di rating tiene conto anche l'art. 4, par. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009.

solitamente di un servizio analogo, sempre mediante abbonamento, talvolta dietro il pagamento di un corrispettivo.

Tuttavia, in tutte queste ipotesi, a prescindere dal fatto che il servizio dell'agenzia di rating sia reso a fronte del pagamento di un corrispettivo o meno, non pare potersi dubitare dell'avvenuta instaurazione di un rapporto contrattuale tra l'agenzia di rating e l'investitore. Pertanto, la responsabilità per l'inadempimento dell'agenzia di rating, rappresentato dalla diffusione di un rating colposamente errato, falso o fuorviante, dovrà essere disciplinata secondo le regole della responsabilità c.d. «contrattuale», ossia ai sensi degli artt. 1218 ss. c.c.

Nel caso in cui sia ravvisabile un rapporto obbligatorio tra agenzia e investitore, come in presenza di una *subscription* al sito internet dell'agenzia, previa accettazione dei *terms and conditions* del servizio, la questione della qualificazione del tipo di responsabilità dell'agenzia nei confronti dell'investitore non sembra, infatti, nemmeno avere ragione di porsi, dovendosi necessariamente concludere nel senso della responsabilità da inadempimento dell'obbligazione *ex art.* 1218 c.c.

Più frequenti e, per certi versi, più problematici, da un punto di vista strettamente qualificatorio, sono invece i casi – tra i quali spicca quello già richiamato della responsabilità da prospetto – in cui non sembra ravvisabile un rapporto obbligatorio tra l'agenzia di rating e l'investitore dal quale far discendere l'applicabilità degli artt. 1218 ss. c.c. Quando, infatti, non vi sia alcun contatto diretto tra agenzia di rating e investitore le alternative proposte oscillano tra la configurazione della responsabilità dell'intermediario reputazionale in chiave contrattuale, sulla scorta della teoria dell'obbligazione senza prestazione e della responsabilità da *status* professionale, e la qualificazione in termini di responsabilità extracontrattuale *ex art.* 2043 c.c. Tuttavia, non sembrano esservi alternative convincenti alla disciplina dettata dagli artt. 2043 ss. c.c. in materia di responsabilità extracontrattuale poiché se, da un lato, non è possibile identificare chiaramente le parti di un eventuale rapporto obbligatorio, essendo il mercato, per definizione, un luogo virtuale, nel quale gli investitori, destinatari dell'informazione, non sono identificabili a priori <sup>(465)</sup>, dall'altro, possono nutrirsi dei dubbi sul fatto che la responsabilità dell'intermediario reputazionale – in questo caso, l'agenzia di rating – sorga *per effetto* dell'affidamento che l'investitore ripone nell'intermediario stesso. L'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating non ha, infatti, riguardo ai presupposti della responsabilità, quanto semmai alla sussistenza del nesso di causalità tra la condotta dell'agenzia e il danno patito dall'investitore. Inoltre, sostenere che un soggetto professionale, pur non essendo tenuto a fornire l'informazione, nel momento in cui decide di fornirla è tenuto allo stesso standard di diligenza e perizia al quale sarebbe assoggettato se la prestazione fosse oggetto di un vero e proprio obbligo giuridico <sup>(466)</sup>, lungi dal costituire il fondamento della responsabilità del soggetto professionale in questione, descrive piuttosto il canone di diligenza al quale egli è sottoposto, sia in ambito contrattuale che in ambito extracontrattuale.

Nonostante l'indubbio interesse che un'indagine sui profili qualificatori della responsabilità delle agenzie di rating e degli altri intermediari reputazionali certamente presenta, specie per la necessità di mettere ordine in una materia così complessa e finora poco battuta dalla giurisprudenza; a ben vedere, il concreto atteggiarsi del regime di responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore, sia che sia ravvisabile un

---

<sup>(465)</sup> Si veda, ad esempio, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 108.

<sup>(466)</sup> C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 496.

rapporto obbligatorio, sia che, invece, si faccia ricorso alle regole della responsabilità aquiliana, sembra, già di primo acchito, unitario sotto molteplici aspetti, sulla scorta del fatto che, in entrambi i casi, esso discende dall'*inadempimento dei medesimi obblighi e doveri connessi allo svolgimento dell'attività di rating* <sup>(467)</sup>. Per tale ragione occorre, dunque, verificare se, effettivamente, nei casi in cui un rapporto obbligatorio manchi e il rating sia diffuso al pubblico indistinto attraverso le più svariate modalità, la qualificazione della responsabilità in termini contrattuali o extracontrattuali possa generare delle distinzioni applicative di rilievo o se, invece, all'atto pratico, i due regimi di responsabilità operino in modo analogo.

Dalla negazione di siffatta dicotomia deriverebbe, innanzitutto, un netto ridimensionamento delle ricadute pratiche della qualificazione della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti del pubblico degli investitori in termini contrattuali o extracontrattuali. Qualora l'applicazione dei due regimi di responsabilità conduca, in concreto, a esiti in larga misura coincidenti, l'interesse per una compiuta qualificazione della responsabilità in un senso o nell'altro si mostrerebbe, infatti, prettamente teorico. In secondo luogo, ciò consentirebbe di esaminare, seppur con minimi adattamenti del caso, la responsabilità dell'agenzia di rating in maniera unitaria, attraverso un esame congiunto delle singole componenti del giudizio di responsabilità – inadempimento/condotta illecita, elemento soggettivo, nesso di causalità, tipologia e quantificazione del danno risarcibile – sia per il caso di responsabilità contrattuale che per il caso di responsabilità extracontrattuale.

Al fine di verificare, dunque, se e in che termini possa differenziarsi la responsabilità «contrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori dalla responsabilità «extracontrattuale» nei confronti dei medesimi soggetti, occorre muovere dalle differenze che tradizionalmente segnano l'inadempimento dell'obbligazione (di origine contrattuale) dall'illecito aquiliano, fonte di obbligazione risarcitoria.

È noto che le principali differenze tra la responsabilità da inadempimento di un'obbligazione *ex art. 1218 c.c.* e la responsabilità extracontrattuale *ex art. 2043 c.c.* sono riconducibili al termine di prescrizione, all'attecchirsi dell'onere della prova, alla risarcibilità dell'interesse negativo e all'applicabilità dell'art. 1225 c.c., che limita il danno risarcibile al danno prevedibile per la sola responsabilità contrattuale non sorretta da dolo <sup>(468)</sup>.

---

<sup>(467)</sup> Al riguardo, di particolare interesse è l'osservazione di P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 93 s., il quale ricorda che in situazioni che possono determinare problemi di azione collettiva – quali sarebbero, appunto, i casi in cui la diffusione di informazioni o un determinato rapporto contrattuale investano una pluralità di soggetti interessati – la responsabilità civile si presterebbe come naturale meccanismo di soluzione di tali problemi, «imponendo [...] doveri e responsabilità verso collettività di soggetti in forme che diventano, sostanzialmente, inderogabili e, quindi, che sono uniformate ("standardizzate") secondo caratteri propri dello speciale regime di responsabilità che ha per propria particolare funzione la risoluzione di questo tipo di problemi, vale a dire la responsabilità extracontrattuale», osservando altresì che «la disciplina della responsabilità contrattuale finisce per diventare concettualmente indistinguibile, da una prospettiva funzionale, rispetto alla disciplina della responsabilità extracontrattuale».

<sup>(468)</sup> C. SALVI, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2005, 13 s., annovera, tra gli aspetti di differenziazione dei due regimi, anche l'incapacità naturale, la costituzione in mora, la competenza per territorio, la risarcibilità del danno non patrimoniale e la solidarietà, anche se, specie con riferimento agli ultimi due aspetti menzionati, ben potrebbe dissentirsi. Recentemente, infatti, la giurisprudenza si è orientata verso la risarcibilità in sede contrattuale del danno non patrimoniale che sia dipeso da un inadempimento (cfr., *ex multis*, Cass. SS.UU., 11 novembre 2008, n. 26972, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 43, con nota di A. SCOTTI, *Le Sezioni Unite e il danno esistenziale: spunti per una riflessione sulla sistematica giurisprudenziale del danno non patrimoniale*) e, per quanto riguarda la solidarietà, essa è comunque prevista quale regola generale anche in materia di diritto delle obbligazioni, quantomeno dal lato passivo, dall'art. 1394 c.c.



Lasciando da parte per un momento il problema della determinazione del termine di prescrizione del diritto al risarcimento, è evidente che il principale *discrimen* tra i due regimi di responsabilità è rappresentato dall'operare delle regole in materia di onere della prova.

In primo luogo, non può farsi a meno di notare che sia l'applicazione dell'art. 1225 c.c., così come la distinzione tra risarcibilità dell'interesse positivo e risarcibilità dell'interesse negativo, attengono, tra l'altro, a profili relativi alla quantificazione del danno, e non operano nel senso di affermare o escludere il diritto a risarcimento, ove sussistente. Diversamente, il mancato assolvimento dell'onere della prova gravante sul creditore/danneggiato può, in radice, condurre al rigetto della domanda risarcitoria. Tuttavia, oltre alla distinzione tra l'*an* del risarcimento e il suo *quantum*, anche altre sono le considerazioni che spingono a non enfatizzare le regole appena ricordate nell'ambito della suddivisione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale dell'agenzia di rating.

Il limite della risarcibilità al solo danno prevedibile, posto dall'art. 1225 c.c. con riferimento alla responsabilità del debitore inadempiente, infatti, anche a non voler considerare il fatto che esso risulta inoperante nei casi di inadempimento doloso, i quali sono pertanto del tutto parificati sotto il profilo delle regole che governano la determinazione del *quantum* risarcitorio agli illeciti risarcibili *ex art.* 2043 c.c., fatica a trovare un proprio spazio di applicazione nell'ambito della responsabilità civile sul mercato finanziario <sup>(469)</sup>, specie laddove, come nei casi di diffusione di informazioni inesatte, il concetto di prevedibilità rischi di divenire estremamente evanescente. Stante l'innegabile margine di rischio presente in ogni contratto di investimento in strumenti finanziari, infatti, la quantificazione del danno subito dall'investitore, anche al di fuori di un qualsiasi rapporto obbligatorio tra l'investitore e l'agenzia di rating, necessariamente richiede una valutazione in termini di prevedibilità *ex ante* del danno medesimo. O meglio, da un lato, il danno derivante dalla diffusione di informazioni inesatte al mercato, poiché transita necessariamente attraverso i meccanismi di prezzo dei titoli sul mercato, presenta una «tipicità» tale per cui pare veramente difficile individuare quali potrebbero essere le conseguenze patrimoniali negative del tutto «imprevedibili» ma casualmente riconducibili, *ex art.* 1223 c.c., all'inadempimento dell'intermediario reputazionale. Dall'altro, poiché, in ogni caso, è sempre dall'inadempimento dei doveri inerenti l'attività di valutazione del merito di credito che discende il danno nei confronti dell'investitore, sia che questi sia legato all'agenzia da un rapporto obbligatorio, sia che questi non lo sia, l'agenzia con tutta probabilità sarà in grado di rendersi conto del tipo e dell'entità del danno che potrebbe provocare la diffusione al mercato di un giudizio di rating (anche solo colposamente) errato. In questo senso può comprendersi, dunque, l'opinione di chi, in materia di responsabilità della società di revisione per diffusione di giudizi errati sul bilancio, con considerazioni che potrebbero in questa sede ripercorrersi, ha visto con favore l'applicabilità di alcune norme previste in materia di responsabilità contrattuale, quale è l'art. 1225 c.c., anche al di fuori e a prescindere dalla qualificazione della responsabilità del revisore in termini di responsabilità contrattuale <sup>(470)</sup>. Inoltre, deve pur considerarsi che,

---

<sup>(469)</sup> Come ha osservato S. FORTUNATO, *Commento all'art. 2409-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 858 s., in relazione, tuttavia, alla responsabilità delle società di revisione nei confronti degli investitori, «la rilevanza pratica del limite della prevedibilità sembrerebbe venir meno, dal momento che i risultati applicativi delle due diverse impostazioni paiono, ancora una volta, convergere».

<sup>(470)</sup> Così M. BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all'ombra degli LAS e delle direttive comunitarie*, cit., 1163. In senso contrario all'estensione del criterio della prevedibilità all'ambito extracontrattuale in generale si era espresso P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, Padova, 1960, 141, il quale osservava che il criterio della prevedibilità non avrebbe senso in ambito aquiliano posto che esso

nella prassi giurisprudenziale, l'esclusione della risarcibilità di determinate conseguenze patrimoniali negative derivanti dall'inadempimento contrattuale è giustificata di regola sulla base di considerazioni attinenti alla sussistenza del rapporto di causalità – comune a entrambi i regimi di responsabilità – piuttosto che alla luce della loro presunta o accertata imprevedibilità e, soprattutto, che, come si accennava, l'art. 1225 c.c. – ove non venga del tutto disapplicato, nei termini appena detti – non è tanto un limite alla sussistenza del danno quanto piuttosto un limite alla misura del danno risarcibile <sup>(471)</sup>.

Se, dunque, l'utilità di distinguere tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale non può fondarsi, principalmente, sull'applicabilità o meno dell'art. 1225 c.c., poiché essa non conduce, appunto, a esiti significativamente difformi sul piano del danno risarcibile in un caso o nell'altro, analogamente può dirsi con riferimento alla risarcibilità del c.d. interesse negativo.

Tradizionalmente, la valutazione del danno contrattuale, ossia del danno derivante dall'inadempimento del rapporto obbligatorio, è effettuata utilizzando come parametro di riferimento il c.d. interesse positivo, alla luce della «differenza tra la situazione che si sarebbe determinata nel patrimonio del creditore qualora il contratto fosse stato correttamente adempiuto e quella invece residua a seguito dell'inadempimento» <sup>(472)</sup>. Interesse positivo è, in questo senso, interesse all'adempimento, ossia interesse del creditore a conseguire l'utilità che avrebbe ottenuto in caso di esatto adempimento da parte del debitore e, pertanto, il risarcimento è da commisurarsi avendo riguardo alla differenza tra la situazione patrimoniale del debitore in caso di esatto adempimento e quella residua a seguito dell'inadempimento, secondo la *Differenztheorie*, oramai adottata anche dalla giurisprudenza italiana <sup>(473)</sup>. Il risarcimento del c.d. interesse negativo, inteso come interesse a essere posto nella situazione antecedente al verificarsi dell'illecito, e principalmente valutabile attraverso il riferimento ai costi e alle spese inutilmente sostenute in ragione di esso, oltre alle eventuali utilità che sarebbero state conseguite se l'illecito non avesse avuto luogo, pare quindi confinato ai casi in cui il soggetto che ha subito il danno non aveva diritto, né alla luce di una previsione contrattuale né in forza di una previsione legale, a una prestazione da parte del danneggiante.

La differenza tra interesse positivo e interesse negativo, e tra situazioni che consentono il risarcimento del primo in luogo del secondo, così netta sotto il profilo teorico, rischia tuttavia di sfumare se si tengono presenti le circostanze del caso concreto, con le quali la quantificazione del danno è chiamata a confrontarsi. Anche a non voler considerare il fatto che la previsione legale di ulteriori strumenti di quantificazione del danno ispirati a logiche diverse da quella menzionata (come, ad esempio, i casi di

---

si giustifica in ragione delle previsioni dei contraenti al momento della stipulazione del contratto. Tuttavia, nella materia che ci occupa, un'obiezione di tal genere sembrerebbe facilmente superabile, alla luce del fatto che le agenzie di rating nei fatti stipulano un contratto con l'emittente e, più in generale, alla luce della considerazione che le agenzie sono in grado, al momento dell'emissione del giudizio, di avere contezza almeno approssimativamente di quali potrebbero essere le conseguenze dell'emissione di un giudizio negligenzemente errato.

<sup>(471)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 303 ss.; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 826. Sulla scarsa applicazione giurisprudenziale dell'art. 1225 c.c. cfr. per brevissimi cenni anche R. PARDOLESI, *Il diavolo nei dettagli: le molte insidie della quantificazione del danno patrimoniale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 5.

<sup>(472)</sup> G. VILLA, *La quantificazione del danno contrattuale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 37.

<sup>(473)</sup> G. TRAVAGLINO, *Il danno patrimoniale extracontrattuale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 49.

forfettizzazione legale del danno), porta a ritenere che, nella valutazione del danno contrattuale, «interesse positivo e teoria differenziale costituiscono, in definitiva, soprattutto criteri operativi ai quali ispirare la quantificazione, suscettibili però di deroga», si osserva che una deviazione da tali criteri può rendersi necessaria anche qualora la quantificazione del danno risulti oltremodo difficoltosa e sia dunque impossibile ricorrervi in concreto <sup>(474)</sup>. In un simile contesto, è possibile che, nell'ambito di una valutazione equitativa del danno *ex art. 1226 c.c.*, il riferimento alle spese sostenute invano dal creditore, tradizionalmente rientranti nel dominio dell'interesse negativo, costituisca un utile parametro per stimare l'interesse di tale soggetto all'ottenimento della prestazione. In altre parole, talvolta, «è l'art. 1226, concernente la valutazione equitativa del danno, a permettere di impiegare, con il ricorso all'interesse negativo, un dato dimostrabile e certo, con il quale stimare un pregiudizio che altrimenti, rimarrebbe indeterminato» <sup>(475)</sup>.

È proprio la difficoltà di applicare al danno da rating concetti quali l'interesse positivo e l'interesse negativo e, soprattutto, la difficoltà di individuare con esattezza minuendo e sottraendo di una ipotetica operazione volta ad accertare la differenza tra patrimonio dell'investitore prima e dopo la diffusione del giudizio di rating che sembra giustificare, come si vedrà più ampiamente in seguito, il ricorso alla valutazione equitativa del danno nell'ambito del giudizio di responsabilità nei confronti dell'agenzia e che, fin d'ora, ci consente di ritenere non particolarmente rilevanti le categorie dell'interesse positivo e negativo al fine di ricercare una qualche ricaduta pratica della qualificazione in chiave contrattuale o extracontrattuale della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti del pubblico degli investitori.

È, dunque, in materia di onere della prova gravante in capo al creditore/danneggiato che può ravvisarsi la differenza più marcata tra i due regimi di responsabilità e, in tale ambito, occorre saggiare il rilievo pratico della qualificazione in un senso o nell'altro della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori.

Prendendo le mosse da considerazioni più generali rispetto al problema che ci occupa, si rammenta che, intervenendo in materia di onere della prova dell'inadempimento di obblighi contrattuali, la Suprema Corte a Sezioni Unite <sup>(476)</sup>, ha ritenuto che, a prescindere dal rimedio invocato dal creditore, e quindi sia che questi agisca per ottenere l'adempimento, sia che invece domandi la risoluzione del contratto e il risarcimento del danno, il regime dell'onere della prova gravante in capo al creditore debba essere *unitario*. In entrambi i casi egli dovrà, infatti, dimostrare il titolo sul quale si fonda la propria pretesa, allegando l'inadempimento del debitore, mentre spetterà a quest'ultimo la prova di aver esattamente adempiuto, sia nel caso di *mancato* adempimento che nel caso di *inesatto* adempimento (e con l'unica eccezione dell'inadempimento dell'obbligazione negativa) <sup>(477)</sup>. Pertanto, aderendo all'orientamento allora minoritario, la Suprema Corte ha chiarito che, qualunque sia il rimedio invocato dal creditore, e sia in caso di mancato adempimento che in caso di inesatto adempimento (rappresentato, ad esempio, da difformità o vizi dei beni

---

<sup>(474)</sup> G. VILLA, *La quantificazione del danno contrattuale*, cit., 44.

<sup>(475)</sup> G. VILLA, *La quantificazione del danno contrattuale*, cit., 40.

<sup>(476)</sup> Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, 2002, 113, con nota di U. CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*; in *Corr. giur.*, 2001, 1565, con nota di V. MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, 349, con nota di B. MEOLI, *Risoluzione per inadempimento e onere della prova*. Per un commento alla sentenza citata si vedano anche G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 707; e G. VISINTINI, *La Suprema Corte interviene a dirimere un contrasto tra massime (in materia di onere probatorio a carico del creditore vittima dell'inadempimento)*, in *Contr. e impr.*, 2003, 903.

<sup>(477)</sup> G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, cit., 710.

consegnati ovvero dall'inesatta esecuzione del servizio dedotto in obbligazione), l'onere della prova gravante in capo al creditore investe esclusivamente il titolo sul quale si fonda la propria pretesa e il danno patito, potendo egli limitarsi ad allegare l'inadempimento subito, mentre spetta al debitore la prova di aver esattamente adempiuto.

È evidente, dunque, la differenza rispetto all'onere della prova gravante sul soggetto danneggiato che voglia ottenere il risarcimento del danno patito ai sensi dell'art. 2043 c.c. In tale ipotesi egli è, infatti, gravato dell'onere di provare non soltanto il danno subito, ma anche che questo è (causalmente) derivato da una condotta *dolosa* o *colposa* del danneggiante. L'onere della prova investe, dunque, la condotta del danneggiante, l'elemento soggettivo del dolo o della colpa, il danno e il nesso di causalità tra la condotta e il danno: si tratta, pertanto, di una prova più difficile da fornire e, in base alle circostanze del caso concreto, talvolta particolarmente ardua per il danneggiato.

In linea teorica, netta è dunque la differenza in materia di onere della prova a seconda che la responsabilità sia riconducibile ai dettami dell'art. 1218 c.c. ovvero debba essere qualificata in chiave extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c. Tuttavia, con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, sembra doversi giungere a conclusioni diverse sia in ossequio alla disciplina europea introdotta dal Regolamento UE n. 462/2013, sia ad un più attento esame delle regole e dei principi in materia di ripartizione dell'onere probatorio vigenti nel nostro ordinamento; ma, prima di addentrarci ad esaminare il concreto operare di dette regole, occorre provare a definire quale sia l'oggetto delle prove di cui possono essere onerati rispettivamente gli investitori e le agenzie di rating.

## 2. I doveri dell'agenzia di rating.

Prima di affrontare i profili più prettamente attinenti al regime probatorio da adottarsi nel giudizio di responsabilità nei confronti dell'agenzia di rating, l'analisi deve, dunque, concentrarsi sugli elementi sostanziali dell'illecito asseritamente compiuto da quest'ultima a danno dell'investitore, soffermandosi sulle componenti della responsabilità aquiliana.

Punto di partenza di questa analisi è costituito dalla normativa europea e dal codice di condotta IOSCO, dal quale la prima prende le mosse <sup>(478)</sup>, alla luce del fatto che la condotta illecita – o, per così dire, l'«inadempimento» – imputabile all'agenzia di rating è data dall'emissione di un giudizio non corretto a seguito del mancato rispetto dei doveri legislativamente ad essa imposti. Tali doveri si distinguono a seconda che la loro previsione imponga all'agenzia una determinata condotta a tutela degli interessi dell'emittente valutato ovvero a tutela di interessi afferenti principalmente al pubblico degli investitori.

Tra i primi, si ricorda, per la sua particolare importanza ai fini del buon funzionamento del mercato e della corretta formazione dei prezzi, il dovere di riservatezza dell'agenzia di rating, avente ad oggetto le informazioni sensibili che l'emittente comunica all'agenzia nel corso del procedimento di elaborazione del giudizio <sup>(479)</sup>. In quest'ottica si

---

<sup>(478)</sup> Sul punto si veda *supra*, capitolo 3, § 1.1. e relative note.

<sup>(479)</sup> Cfr. art. 10, par. 2-*bis*, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013. La disciplina europea prevede, tuttavia, un più generale dovere di riservatezza nei confronti di ogni persona fisica della quale l'agenzia curi il trattamento dei dati personali. Più nello specifico, il considerando (36) del Regolamento CE n. 1060/2009 ricorda il dovere dell'agenzia di tutelare il diritto alla vita privata delle persone fisiche i cui dati personali vengono trattati ai sensi della direttiva 95/46/CE. Si vedano anche le regole in materia di riservatezza contenute nello *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, ossia nei

comprendono, tra l'altro, le prescrizioni europee che richiedono all'agenzia di rating di predisporre tutte le misure necessarie a prevenire abusi, furti e l'eventuale sottrazione di documenti riservati da parte degli analisti di rating, del proprio personale dipendente e di tutti coloro che in concreto si occupano della formazione dei giudizi <sup>(480)</sup>.

Tra i secondi, invece, si ricordano il dovere di indipendenza dell'agenzia, il dovere di predisposizione da parte della medesima di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati, il dovere di accuratezza nello svolgimento dell'attività di rating, il dovere di professionalità e competenza e, infine, il dovere di trasparenza. Si tratta di doveri di portata generale orientati alla tutela degli investitori e del buon funzionamento del mercato, la cui violazione dà luogo senza dubbio a responsabilità civile nei confronti dei primi, ma anche a una responsabilità c.d. «amministrativa», secondo le prescrizioni di cui al Titolo IV, Capo I, del Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato. I doveri in questione sono poi declinati dalla disciplina europea in prescrizioni puntuali e micro-doveri e, seppure senza alcuna forza cogente, anche dal codice IOSCO, al quale la disciplina europea più volte ricordata si è, peraltro, ispirata, al fine di assicurare il rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale che dovrebbero informare lo svolgimento dell'attività di rating <sup>(481)</sup>. Su tali prescrizioni puntuali ci si soffermerà subito appresso.

## 2.1. (*Segue*) Il dovere di indipendenza.

La disciplina europea riconosce ampio spazio al dovere di indipendenza e alle regole in materia di conflitto di interessi volte a salvaguardare l'autonomia di giudizio dell'agenzia di rating <sup>(482)</sup>. Il dovere di indipendenza si mostra, nel disegno del legislatore europeo, al contempo quale insieme di prescrizioni al cui rispetto è tenuta l'agenzia di rating e quale obiettivo fondamentale della regolazione di settore, alla luce delle conseguenze negative per il buon funzionamento dei mercati che possono essere determinate dal cattivo e parziale svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito. Del resto, uno dei problemi principali che le istituzioni europee e statunitensi <sup>(483)</sup> avevano evidenziato all'indomani

---

principi elaborati dall'organizzazione internazionale IOSCO nel 2003 (disponibili per la consultazione su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>), che al punto n. 4 affrontano proprio il tema dell'obbligo di riservatezza sulle informazioni confidenziali comunicate dall'emittente all'agenzia di rating; nonché le regole in materia di riservatezza contenute al punto n. 3, sezione B, del successivo codice di condotta IOSCO, elaborato dalla medesima organizzazione a seguito dell'emanazione dei principi (consultabile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>).

<sup>(480)</sup> Cfr. allegato I, sez. C, n. 3, al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013; e l'allegato III, sez. I, nn. 29 e ss., al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(481)</sup> Cfr. considerando (1), Regolamento CE n. 1060/2009 e l'art. 1 del Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013. In argomento si veda anche la nota illustrativa alla proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che sottolinea l'importanza degli obiettivi di indipendenza, trasparenza e qualità del rating, disponibile su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>.

<sup>(482)</sup> Il dovere di indipendenza e oggettività nello svolgimento dell'attività di rating può cogliersi già dall'esame del considerando (1) del Regolamento CE n. 1060/2009 e del considerando (32) del Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(483)</sup> Al riguardo si vedano la proposta di regolamento del 15 novembre 2011, la nota illustrativa alla medesima proposta e il documento di lavoro della commissione del 15 novembre 2011, contenente la sintesi della valutazione d'impatto che accompagnava la proposta di regolamento, disponibili su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>. Si veda inoltre il Regolamento UE n. 462/2013, specie nella parte relativa ai considerando. Il problema dei conflitti di interesse è evidenziato anche nella *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di*

della crisi finanziaria scatenata dal *default* dei mutui *subprime* era proprio la carenza di indipendenza delle agenzie di rating operanti a livello globale: i conflitti di interesse e, in particolare, gli stretti legami economici che congiungevano le agenzie di rating e gli emittenti, specie in occasione delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, erano stati la ragione per la quale uno svolgimento non indipendente e obiettivo dell'attività di rating aveva in concreto portato alla diffusione di rating errati e parziali, con pesanti ripercussioni sul funzionamento dei mercati. L'indipendenza è divenuta quindi un primario obiettivo della regolazione di settore – anche alla luce dello strutturale problema di conflitto di interessi originato dall'adozione del modello *issuer-pays* per la remunerazione dei servizi di valutazione del merito di credito – che, attraverso ripetuti interventi normativi, ha assunto un'indubbia centralità nella disciplina europea del rating e costituisce oggi l'oggetto di un vero e proprio dovere in capo alle agenzie, operante congiuntamente con il dovere di predisporre e mantenere assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati, proprio in ragione del fatto che la predisposizione di assetti adeguati è volta, tra l'altro, anche alla prevenzione, gestione e eliminazione dei conflitti di interesse che minano l'indipendenza delle agenzie. È, infatti, proprio la struttura organizzativa, amministrativa e di controllo della società di rating che dovrebbe in primo luogo garantire le condizioni per lo svolgimento dell'attività di rating in maniera obiettiva e indipendente.

La normativa europea vuole, dunque, assicurare l'indipendenza delle società di rating, mediante il prudente controllo del problema dei conflitti di interesse, attraverso una disciplina a due livelli, e non soltanto, quindi, a livello complessivo dell'organizzazione. L'indipendenza deve, infatti, essere assicurata anche a livello del personale, anche non dipendente, che collabora e opera all'interno dell'organizzazione stessa.

Per quanto riguarda l'indipendenza dell'organizzazione societaria globalmente intesa, il legislatore europeo prevede, in via generale, il dovere di prevenire, individuare, eliminare se possibile o, alternativamente, gestire, e di comunicare al pubblico i conflitti di interesse esistenti <sup>(484)</sup>. Più precisamente, l'art. 6, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, richiede espressamente l'adozione delle misure necessarie a garantire che i giudizi di rating e gli *outlook* non siano in alcun modo influenzati da conflitti di interesse esistenti o potenziali o da relazioni economiche o d'affari in grado di compromettere l'indipendenza dell'agenzia e che la prevenzione dei conflitti di interesse venga attuata sia avendo riguardo all'organizzazione societaria complessivamente intesa, sia avendo riguardo all'attività professionale svolta dai manager della società, dagli analisti di rating e dai dipendenti, sia, infine, avendo riguardo anche alla posizione degli azionisti e dei componenti della compagine sociale <sup>(485)</sup>.

---

*rating del credito: prospettive future*, (2010/2301 (INI)), 8 giugno 2011, disponibile sul sito <http://www.europarl.europa.eu>; e nel *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 2012/C 181/13, del 29 marzo 2012, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>. Per quanto riguarda la reazione delle istituzioni statunitensi al problema della carenza di indipendenza delle agenzie di rating si veda *supra*, capitolo 2, § 1.3.1.

<sup>(484)</sup> Cfr. i considerando (26) e (27) del Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(485)</sup> Al riguardo si veda altresì l'infrazione prevista dall'allegato III, sezione I, n. 4, al Regolamento CE n. 1060/2009, secondo la quale l'agenzia di rating risulta inadempiente rispetto alle prescrizioni della normativa europea qualora non garantisca che i suoi interessi economici non mettano a repentaglio l'indipendenza e l'accuratezza dell'attività di rating.

A servizio dell'indipendenza dell'agenzia di rating e delle persone che svolgono la propria attività al suo interno sono previsti dei requisiti organizzativi <sup>(486)</sup> (che, come si accennava, attengono più precisamente al già menzionato dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati), ai quali si aggiungono anche dei requisiti operativi che disciplinano, in maniera puntuale, le diverse declinazioni del dovere di indipendenza nell'espletamento dei servizi di rating <sup>(487)</sup>. L'identificazione, eliminazione o gestione e la comunicazione al pubblico dei conflitti di interesse effettivi o potenziali che potrebbero minare l'obiettività delle analisi e delle valutazioni degli analisti di rating, dei dipendenti e di ogni altra persona fisica i cui servizi sono a disposizione o sotto il controllo dell'agenzia di rating (poiché ad esempio partecipa all'elaborazione dei giudizi o è incaricata della loro approvazione), viene, dunque, attuata, tra l'altro, esigendo la trasparenza dei nomi dei clienti dai quale proviene una parte consistente del fatturato e prevedendo dei casi in cui è presunta l'esistenza di un conflitto di interesse potenziale, con la conseguenza che, in tali ipotesi, l'agenzia di rating ha l'obbligo di astenersi dall'emissione del giudizio, ovvero ha un obbligo di trasparenza qualora il rating sia già stato emesso. Sono altresì previsti limiti allo svolgimento di servizi ausiliari (*i.e.* servizi diversi dall'emissione del rating), come i servizi di consulenza, e un generale dovere di documentazione dell'attività svolta (es. documentazione sull'identità degli analisti che hanno condotto l'attività di valutazione del merito di credito e delle persone che hanno approvato i giudizi, documentazione contabile circa le commissioni ricevute e circa i sottoscrittori del servizio di rating, documentazione relativa alle procedure e alle metodologie utilizzate nell'elaborazione dei giudizi, documentazione costituita dalle relazioni degli analisti che hanno formato la base dei pareri espressi, copia delle comunicazioni interne ed esterne all'agenzia e via dicendo) <sup>(488)</sup>.

Ai requisiti operativi anzidetti si aggiungono, infine, dettagliate prescrizioni volte a garantire l'indipendenza degli analisti di rating e di coloro che partecipano all'elaborazione dei giudizi, attraverso le quali si prevedono limiti alle operazioni che tali soggetti possono effettuare sui titoli dell'emittente da loro valutato, salvi i casi di risparmio gestito; obblighi di astensione da parte di tali soggetti dal partecipare all'attività di rating nel caso in cui essi detengano interessi di natura economica o patrimoniale nell'entità da valutare, come ad esempio nel caso in cui essi possiedano strumenti finanziari emessi dall'entità valutata; limiti all'assunzione di incarichi lavorativi e professionali nell'entità valutata; obblighi di rotazione degli analisti e del personale deputato ad approvare i giudizi di rating <sup>(489)</sup>; e il divieto per tali soggetti di presentare proposte o raccomandazioni in ordine alla struttura di strumenti finanziari strutturati in merito ai quali ci si attende che l'agenzia di rating emetta un giudizio di rating <sup>(490)</sup>. A favorire l'indipendenza delle persone fisiche che a vario titolo collaborano e prestano la propria attività professionale in seno all'agenzia di rating dovrebbe, infine, contribuire anche il dovere dell'agenzia di rating di organizzare canali di comunicazione o reportistica adeguati <sup>(491)</sup>.

---

<sup>(486)</sup> Cfr. sezione A, allegato I, al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificata dal Regolamento UE n. 513/2011.

<sup>(487)</sup> Cfr. sezione B, 1060/2009, come successivamente modificata.

<sup>(488)</sup> Cfr. nn. 1, 2, 3, 4, 7, sezione B, allegato I, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(489)</sup> Cfr. nn. 1, 2, 7, 8, sezione C, allegato I, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(490)</sup> Cfr. allegato III, sezione I, n. 24, al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(491)</sup> Cfr. allegato III, sezione I, n. 25, al Regolamento CE n. 1060/2009.

In conclusione, quale ultimo intervento normativo di rilievo in materia di indipendenza delle agenzie di rating operanti sui mercati finanziari europei, si ricorda la recente introduzione, ad opera del Regolamento UE n. 462/2013, dell'obbligo di rotazione delle agenzie di rating per la valutazione del merito di credito delle operazioni di ricartolarizzazione dei crediti, in occasione delle quali il rischio dei conflitti di interesse si è mostrato, in passato, particolarmente marcato (cfr. art. 6-ter).

## **2.2. (Segue) Il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati.**

Come è facile evincere, dunque, dalla disciplina europea appena esaminata, il dovere di indipendenza acquista, con il Regolamento UE n. 462/2013, una sempre maggiore centralità e si chiarisce, in maniera più decisa, l'importanza di mettere l'organizzazione aziendale a servizio dell'indipendenza e dell'obiettività di giudizio dell'agenzia di rating. Tuttavia, nonostante l'organizzazione aziendale serva anche a questo scopo, è senz'altro possibile individuare un più generale dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati, posto in funzione di un più generale obiettivo di correttezza gestionale che, a più riprese, ha accompagnato quello di indipendenza nell'ottica del legislatore europeo. Non sono nuove, del resto, le preoccupazioni in materia di stabilità dei mercati finanziari e rischio sistemico derivanti da una negligente attività di rating che hanno guidato gli interventi di riforma dal 2009 ad oggi. Sono proprio tali preoccupazioni che portano a valutare il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati con una certa autonomia rispetto al dovere di indipendenza e che spingono ad attribuire rinnovata importanza alla correttezza gestionale di un intermediario quale l'agenzia di rating, la cui attività, al pari dell'attività bancaria, è in grado di avere importanti riflessi sulla stabilità dei mercati finanziari.

Numerose sono, dunque, le disposizioni normative che si preoccupano di declinare tale dovere in più precise prescrizioni. Se il codice IOSCO inizialmente si soffermava esclusivamente sulla previsione del dovere dell'agenzia di rating di curare l'adeguatezza, anche numerica, del personale deputato a fornire le valutazioni sul merito di credito, già il Regolamento CE n. 1060/2009 ha adottato, al riguardo, un maggior grado di dettaglio nel cercare, attraverso la previsione di requisiti organizzativi puntuali e stringenti, di garantire la correttezza gestionale delle società di rating.

Vengono, dunque, fin da subito in rilievo l'importanza di predisporre adeguati ed efficaci meccanismi di controllo interno <sup>(492)</sup>, unitamente a solidi meccanismi di *governance* societaria <sup>(493)</sup>, e il dovere di allocare risorse umane e finanziarie adeguate all'emissione, al monitoraggio e all'aggiornamento dei giudizi di rating <sup>(494)</sup>, e, più in generale, il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi e di sorveglianza adeguati a garantire il buon governo dell'agenzia di rating.

L'agenzia di rating deve dotarsi obbligatoriamente di un consiglio di amministrazione (o di sorveglianza) responsabile della identificazione, gestione e

---

<sup>(492)</sup> Cfr. art. 6, par. 4, del Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, e il considerando (22) di quest'ultimo regolamento. In questo senso si esprimeva già il considerando (26) del Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(493)</sup> Considerando (28), Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(494)</sup> Considerando (31), Regolamento CE n. 1060/2009.



trasparenza dei conflitti di interesse. L'organizzazione societaria, guidata dall'organo amministrativo collegiale, deve essere strumentale all'indipendenza dell'agenzia e all'accuratezza dell'attività svolta e, a tal fine, sono previsti requisiti di indipendenza e competenza anzitutto dei componenti del consiglio di amministrazione. Un terzo degli amministratori (e comunque almeno due di essi) deve essere indipendente e non deve essere coinvolto in alcun modo nello svolgimento dell'attività di rating. La retribuzione degli amministratori indipendenti non può essere parametrata ai risultati economici dell'agenzia e il loro incarico, per un periodo massimo di cinque anni non rinnovabile, può interrompersi esclusivamente in caso di condotta scorretta o scarso rendimento professionale. La maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza) deve essere in possesso di sufficienti conoscenze in materia di servizi finanziari e, se l'agenzia di rating si occupa della valutazione di prodotti finanziari strutturati, è necessario che almeno un membro del consiglio di amministrazione e un membro indipendente del medesimo possiedano conoscenze approfondite ed esperienze ad alto livello nei mercati degli strumenti finanziari strutturati. Agli amministratori indipendenti sono attribuiti principalmente compiti di controllo (sulla politica di rating del credito adottata dall'agenzia, sulle metodologie utilizzate nell'elaborazione delle valutazioni, sull'efficacia del sistema di controllo interno della qualità, sull'efficacia delle misure adottate in materia di conflitti di interesse, sulle procedure di *governance* e *compliance* predisposte dall'agenzia) e di consulenza, attraverso la predisposizione di pareri su alcune materie sottoposte al loro controllo <sup>(495)</sup>.

Il perseguimento dell'obiettivo di correttezza gestionale e la predisposizione di procedure amministrative e contabili solide e di adeguati meccanismi di controllo interno <sup>(496)</sup> richiede, inoltre, l'istituzione di una funzione di *compliance* indipendente deputata a monitorare l'adempimento da parte dell'agenzia degli obblighi derivanti dalla normativa europea, la documentazione dei fattori che minacciano l'indipendenza dell'agenzia di rating, l'istituzione di una funzione di revisione deputata a controllare periodicamente le metodologie, i modelli e le ipotesi principali alla base dei giudizi di rating e l'adozione di adeguati meccanismi organizzativi per il controllo e la valutazione dell'efficacia delle procedure di controllo interno e delle altre procedure <sup>(497)</sup>.

Il venir meno ai doveri organizzativi sopra menzionati comporta altrettante ipotesi di infrazione o inadempimento dell'agenzia di rating, alle quali, in presenza di un giudizio di rating inesatto, potrebbe essere, a seconda dei casi, ricollegata una responsabilità civile nei confronti degli investitori <sup>(498)</sup>.

### **2.3. (Segue) Il dovere di accuratezza.**

La responsabilità dell'agenzia di rating potrebbe discendere, tuttavia, anche dal venir meno al dovere di accuratezza nello svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito. L'accuratezza dell'attività di rating, così come l'indipendenza e l'obiettività di giudizio, che

---

<sup>(495)</sup> Cfr. nn. 1, 2 e 3 della sezione A dell'allegato I al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificata dal Regolamento UE n. 513/2011.

<sup>(496)</sup> Cfr. allegato I, sezione A, n. 4, al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(497)</sup> Cfr. allegato I, sezione A, nn. 5, 6, 7, 9, 10, al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(498)</sup> Cfr. allegato III, al Regolamento CE n. 1060/2009. Dai nn. 6-11 della sezione I dell'allegato III è possibile evincere un più generale dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati. Altre ipotesi di infrazione rilevanti nella materia di cui trattasi sono enunciate, ad esempio, dai n. 12, 13 e 18 del medesimo allegato.

ne costituiscono un ineludibile presupposto, è anzitutto assicurata dalla predisposizione di adeguati presidi organizzativi e operativi, dei quali si è appena detto. Ciò nonostante, il fine di garantire la qualità e l'accuratezza dei giudizi di rating e, in definitiva, di preservare la loro funzione informativa a beneficio degli investitori, è perseguito anche attraverso la previsione di tutta una serie di prescrizioni attinenti, più specificamente, la qualità e il contenuto dell'attività di valutazione del merito di credito.

Il riferimento è a doveri puntuali che la normativa europea pone in capo alle agenzie di rating al fine di assicurare la qualità delle loro valutazioni. Tali doveri consistono, principalmente, (i) nella predisposizione di procedure di valutazione e di metodologie di rating adeguate; (ii) nel rispetto delle metodologie di rating approvate dall'agenzia; (iii) nella revisione delle metodologie di rating se inadeguate o in caso di evoluzione e miglioramento delle *best practice* di settore (in particolare in caso di innovazioni nel campo dell'analisi finanziaria); (iv) nel dovere delle agenzie di rating «di agire informate» e nel corrispondente dovere di diniego del rating nel caso in cui non siano disponibili tutte le informazioni necessarie a pervenire ad un giudizio accurato; (v) nel dovere di selezione di fonti informative affidabili; (vi) nel dovere di monitoraggio costante dei rating già emessi e di aggiornamento in caso di variazioni nel merito di credito; (vii) nel dovere di tempestività nell'emissione dei giudizi e nella loro revisione <sup>(499)</sup>; (viii) nel dovere di correzione di eventuali errori <sup>(500)</sup> e, infine, (ix) nel dovere di puntuale documentazione dell'attività di rating <sup>(501)</sup>.

Ovviamente rilevanza centrale assume il primo dei doveri sopraelencati, ossia il dovere di predisposizione di metodologie di rating adeguate, posto che, da un lato, l'elaborazione di tali metodologie costituisce la parte principale dell'attività «originale» e del *know how* specifico di ciascuna agenzia di rating e che, dall'altro, è proprio attraverso l'utilizzo tali metodologie che viene in concreto eseguita l'attività di valutazione del merito di credito. Diviene perciò fondamentale capire cosa si intenda per metodologie di rating *adeguate* e definire, pur nei limiti della discrezionalità e dell'originalità dell'attività professionale svolta dalle società di rating, quali siano i parametri con i quali valutare se le metodologie predisposte siano tali da assicurare un sufficiente grado di accuratezza dei giudizi. Ebbene, l'adeguatezza delle metodologie di rating e delle procedure di valutazione del merito di credito deve essere valutata in base alla loro conformità alle *best practice* di settore e, più nello specifico, in base alla loro aderenza alle regole dell'analisi finanziaria. È noto, infatti, che la valutazione del merito di credito di emittenti e emissioni (para)obbligazionarie richiede la conoscenza e l'applicazione di regole proprie della finanza

---

<sup>(499)</sup> Deve tuttavia tenersi presente che il dovere di tempestività nella revisione e nell'aggiornamento dei giudizi di rating non può essere inteso in maniera assoluta e decontestualizzata, anche alla luce dei rapidi riflessi che il mutamento del rating può avere sul prezzo degli strumenti finanziari e delle conseguenze per la stabilità dei mercati finanziari che possono discendere da continue e repentine variazioni di prezzo. Del resto, proprio in forza di tali esigenze, i giudizi di rating di solito hanno dichiaratamente un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, in relazione al quale occorre parametrare il dovere di tempestività.

<sup>(500)</sup> Cfr. art. 8, par. 7, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013. In argomento si vedano anche la proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che sottolinea la necessità di garantire una maggiore affidabilità delle metodologie e dei processi di rating anche attraverso la correzione degli errori, disponibile su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>; e il *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 2012/C 181/13, del 29 marzo 2012, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>, che, parimenti, si sofferma sul dovere di correzione degli errori in capo alle agenzie di rating.

<sup>(501)</sup> Considerando (42), Regolamento CE n. 1060/2009.

aziendale e dell'analisi finanziaria che vengono normalmente utilizzate per la valutazione di investimenti in strumenti finanziari. Pur essendovi senza dubbio un ampio margine di flessibilità, anche alla luce della componente discrezionale delle valutazioni, è intuitivo che qualora le metodologie di rating si pongano in aperto contrasto rispetto alle regole dell'analisi finanziaria comunemente accettate dalla comunità scientifica, vi sarà sicuramente spazio per dubitare della loro effettiva adeguatezza. Inoltre, come chiarisce lo stesso legislatore europeo, l'adeguatezza delle metodologie adottate richiede altresì che esse siano rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base della pertinente esperienza storica e di test retrospettivi <sup>(503)</sup>.

Funzionale al mantenimento di elevanti standard di qualità dei giudizi di rating, oltre al dovere di predisporre metodologie adeguate e di aggiornare e rivedere periodicamente le metodologie, i modelli e le ipotesi di base utilizzati dall'agenzia nelle proprie valutazioni <sup>(503)</sup>, sono anche il dovere di diniego del rating (o di ritiro del rating esistente) qualora non vi siano (o non persistano) le condizioni per il rilascio di un rating affidabile <sup>(504)</sup>, che si verificano, ad esempio, quando «la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile» <sup>(505)</sup>, e il dovere dell'agenzia di rating di emettere e pubblicare i propri giudizi e pareri sul merito di credito solamente nel caso in cui essa disponga di sufficienti informazioni in tal senso (si tratta del c.d. dovere di «agire informata», cui si faceva riferimento pocanzi) <sup>(506)</sup>. L'art. 8, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, norma fondamentale in materia, si cura infatti di precisare che le agenzie di rating devono adottare e garantire l'applicazione di misure adeguate a fare in modo che i rating e gli *outlook* siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni rilevanti disponibili e provenienti, ovviamente, da fonti affidabili. Precisa altresì che le agenzie devono stabilire procedure interne per il monitoraggio continuativo – e comunque su base annuale – dei giudizi; motivare le circostanze in base alle quali si è deciso di assegnare a degli strumenti finanziari strutturati un rating diverso rispetto al giudizio già emesso da un'altra agenzia; e che la modifica delle metodologie di rating, dei modelli e delle ipotesi principali sottostanti ai giudizi deve avvenire a seguito di una procedura di consultazione delle parti interessate. Strumentale a una maggiore accuratezza, e, più precisamente, a una maggiore chiarezza nei confronti del pubblico dei giudizi di rating è infine il dovere di tempestività nella comunicazione dell'emissione o dell'abbandono di un rating.

#### **2.4. (Segue) Il dovere di professionalità e competenza.**

La qualità dei giudizi di rating dipende, ovviamente, non soltanto dalla validità dei processi utilizzati per l'elaborazione dei giudizi ma anche, in larga misura, dalla professionalità e

---

<sup>(502)</sup> Cfr. il considerando (23), Regolamento CE n. 1060/2009, e il considerando (27) del Regolamento UE n. 462/2013. Depone nel senso dell'esistenza di un dovere di svolgimento dell'attività di rating in modo continuo e regolare anche l'ipotesi di infrazione prevista al n. 16 dell'allegato III, sezione I, al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(503)</sup> Cfr. considerando (37), Regolamento CE n. 1060/2009 e l'ipotesi di infrazione prevista al n. 17 dell'allegato III, sezione I, al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(504)</sup> Cfr. considerando (34), Regolamento CE n. 1060/2009 e l'ipotesi di infrazione prevista al n. 51 dell'allegato III, sezione I, al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(505)</sup> Cfr. allegato I, sezione D, n. 4, al Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(506)</sup> Cfr. considerando (35), Regolamento CE n. 1060/2009.

competenza di tutti coloro che a vario titolo prestano la loro attività in seno all'agenzia di rating. Per tale ragione, al dovere di accuratezza si accompagna un vero e proprio dovere di professionalità e competenza in capo all'agenzia di rating. Come si è più volte ricordato, infatti, l'attività di valutazione del merito di credito è un'attività di natura professionale per la quale è richiesto a tutti coloro che ne prendono parte un elevato grado di competenza: mantenendo tale standard si facilita il rispetto del ricordato dovere di accuratezza nella formazione dei giudizi.

Per tale ragione, anche le regole organizzative e di selezione del personale, sia esso composto da analisti, manager, dirigenti o dipendenti che lavorano presso l'agenzia, sono poste al servizio del dovere di professionalità di quest'ultima. Se inizialmente, come si ricordava, l'unica prescrizione in materia di organizzazione e – si aggiunge ora – di professionalità dell'agenzia di rating, era contenuta nel codice IOSCO e prevedeva, tra l'altro, l'adeguatezza anche numerica del personale deputato a fornire le valutazioni sul merito creditizio; con il Regolamento CE n. 1060/2009 e i successivi interventi normativi, oltre a sottolineare l'importanza di garantire la competenza e la professionalità di coloro che si occupano dell'attività di rating, si sono poste le basi per una più competa disciplina in materia <sup>(507)</sup>. Il regolamento ribadisce la necessità che l'agenzia di rating si doti di personale adeguato e che quindi provveda all'allocazione di risorse umane e finanziarie adeguate alla valutazione dell'emissione e al monitoraggio e all'aggiornamento del rating <sup>(508)</sup>, aggiungendo, altresì, come già si accennava, l'obbligo per i membri del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza) di essere in possesso di conoscenze in materia di servizi finanziari e, in taluni casi, di conoscenze specifiche in materia di strumenti finanziari strutturati. L'art. 7, Regolamento 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, ribadisce poi il dovere di professionalità degli analisti di rating, dei dipendenti e delle altre persone fisiche che partecipano all'elaborazione dei giudizi, richiedendo che tali soggetti siano in possesso di conoscenze e competenze adeguate ai compiti svolti. È quindi compito dell'agenzia quello di assicurare il rispetto dei menzionati criteri sia nella selezione e nell'assunzione del personale deputato a condurre l'attività di rating <sup>(509)</sup> che nel conferimento di incarichi di tipo direttivo in seno all'organizzazione <sup>(510)</sup>.

## 2.5. (*Segue*) Il dovere di trasparenza.

Non meno importante, specie ai fini della funzione informativa attribuita ai giudizi di rating e ai fini del ruolo di intermediarie dell'informazione che le agenzie di rating svolgono (o dovrebbero svolgere) a beneficio del mercato, è, infine, l'ultimo dei macro-doveri sussistenti in capo alle medesime alla luce della disciplina europea, ossia il dovere di trasparenza nei confronti del pubblico.

---

<sup>(507)</sup> Al riguardo si ricorda che, sia prima dell'approvazione del Regolamento CE n. 1060/2009, sia successivamente ad essa, due diverse risoluzioni della 6<sup>o</sup> commissione permanente del Senato italiano (Finanze e Tesoro) sottolineavano la necessità di prevedere, nei futuri interventi normativi ancora da attuarsi a livello europeo, requisiti più stringenti per i dipendenti, ponendo un nuovo accento sul dovere di professionalità nello svolgimento dell'attività di rating (cfr. Risoluzione 6<sup>o</sup> commissione permanente Senato, (Finanze e Tesoro), rispettivamente del 26 marzo 2009 e 26 luglio 2010, disponibili su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>).

<sup>(508)</sup> Cfr. considerando (31), Regolamento CE n. 1060/2009.

<sup>(509)</sup> L'allegato III, sezione I, n. 27, al Regolamento CE n. 1060/2009, prevede un'ipotesi di infrazione qualora l'agenzia di rating non garantisca la professionalità dei propri analisti e dipendenti.

<sup>(510)</sup> L'allegato III, sezione I, n. 5, al Regolamento CE n. 1060/2009, prevede un'esplicita ipotesi di infrazione nei casi in cui l'agenzia di rating venga meno al dovere di selezionare dirigenti di buona reputazione e adeguata professionalità.

Il dovere di trasparenza, nell'ottica della disciplina del mercato finanziario, si giustifica in ragione del fatto che esso consente agli investitori di compiere scelte di investimento maggiormente consapevoli e, pertanto, esso ha l'obiettivo di consentire una maggiore autonomia dell'investitore nel valutare se sia ragionevole o meno affidarsi, in una scelta di investimento, al giudizio dell'agenzia di rating (con evidenti riflessi sotto il profilo della responsabilità, poiché, come si vedrà a breve, l'investitore è onerato della prova di essersi *ragionevolmente* affidato al rating).

Il dovere di trasparenza che la normativa europea pone in capo alle agenzie ha anzitutto ad oggetto gli assetti proprietari, i conflitti di interesse, le metodologie di rating, i loro eventuali aggiornamenti e le principali regole organizzative che governano la società. La *disclosure* sugli assetti proprietari e sui conflitti di interesse deve riguardare, ad esempio, i nomi dei clienti dai quali proviene più del 5% del fatturato dell'agenzia di rating, l'esistenza e la natura di un conflitto di interesse potenziale che, secondo la valutazione del legislatore, in determinati casi espressamente individuati, potrebbe compromettere l'accuratezza di un rating precedentemente diffuso al mercato, l'elenco dei servizi ausiliari prestati dall'agenzia, quale sia la politica adottata in materia di pubblicazione del rating e delle informazioni collegate, e, infine, quali siano le regole in materia di retribuzione adottate dalla società<sup>(511)</sup>.

Altrettanto puntuali sono le prescrizioni contenute nei regolamenti europei e nei loro allegati circa la trasparenza delle metodologie di rating. La normativa europea richiede, infatti, di comunicare al pubblico quali sono le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzate nell'attività di rating; se sia avvenuta una loro eventuale revisione (la comunicazione deve avvenire prima che le nuove metodologie vengano applicate, salvo casi eccezionali); quali siano i rischi riscontrati (con obbligo di predisposizione di un'analisi di sensitività); quali siano le eventuali particolarità relative alle valutazioni sul merito di credito dei prodotti finanziari strutturati; e se vi siano (e quali siano) gli eventuali errori riscontrati nelle metodologie di rating o nella loro applicazione, qualora essi abbiano avuto un impatto sui giudizi<sup>(512)</sup>. È richiesta inoltre la tempestiva comunicazione dell'avvenuta emissione di un giudizio di rating o del suo abbandono, unitamente ai motivi che ne siano alla base, così come la comunicazione al pubblico dell'eventuale natura *unsolicited* di un voto di rating<sup>(513)</sup>.

A ciò si aggiungono le prescrizioni che richiedono «l'indicazione del nome e della funzione dell'analista principale di rating in una determinata attività di rating del credito e del nome e della posizione del responsabile principale della approvazione del rating» o dell'*outlook*; l'indicazione delle principali fonti informative rilevanti utilizzate e del tipo di metodologia adoperata; la spiegazione del significato di ciascuna categoria di rating e della nozione di insolvenza utilizzata nella scala di valutazione adottata dall'agenzia; l'indicazione della data di emissione del rating e degli *outlook* e del loro ultimo aggiornamento; l'indicazione della natura strutturata degli strumenti valutati e della circostanza che questi siano stati valutati per la prima volta; l'indicazione dell'arco di tempo in cui si prevede la

---

<sup>(511)</sup> Cfr. il considerando (27), Regolamento CE n. 1060/2009; e i nn. 1, 2, 3, sezione B, allegato I al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013. Cfr. art. 11, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013. Si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento n. 1060/2009, come successivamente modificato.

<sup>(512)</sup> Cfr. gli art. 8 e 11, del Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013; e i considerando (25), (37), (38), (40) del Regolamento CE n. 1060/2009. In argomento si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato.

<sup>(513)</sup> Cfr. art. 10, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013.

variazione del merito di credito e del conseguente voto di rating; la pubblicazione dei tassi storici di inadempimento; la comunicazione di informazioni «che illustrano le ipotesi, i parametri, i limiti, le incertezze riguardo ai modelli e alle metodologie di rating utilizzati, con le simulazioni di scenari di stress operate dall'agenzia di rating del credito al momento di stabilire i rating del credito» e di «informazioni sulle analisi dei flussi di cassa da essa stessa svolte o su altre analisi sulla base delle quali si fonda il suo giudizio e, nel caso, [di] indicazioni in merito a eventuali aspettative di variazione del rating del credito» in maniera chiara e facilmente comprensibile; l'indicazione delle modalità attraverso le quali l'agenzia ha eventualmente verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o da un terzo ad essa collegato e, infine, la spiegazione, nei comunicati stampa o nelle relazioni che accompagnano l'emissione dei giudizi, dei fattori fondamentali sottesi al rating e all'eventuale *outlook* <sup>(514)</sup>. Per quanto riguarda, invece, le regole organizzative è prevista, ad esempio, la comunicazione dell'eventuale adozione da parte dell'agenzia di un codice di condotta interno, ovvero l'avvenuta effettuazione di modifiche ai sistemi, alle risorse e alle procedure interne <sup>(515)</sup>.

Come è evidente, dunque, gli obblighi di trasparenza in capo alle agenzie di rating sono estremamente pervasivi e coprono trasversalmente tutto lo spettro delle attività svolte, nonché la loro organizzazione, partendo dalla struttura interna e dall'eventuale sussistenza dei conflitti di interesse fino ad arrivare alle regole che presiedono alla valutazione del merito di credito e alla performance complessiva dell'agenzia nello svolgimento della propria attività, valutata attraverso i tassi di inadempimento <sup>(516)</sup>. Strumento principe dell'informazione è la c.d. relazione di trasparenza che, tra l'altro, contiene informazioni dettagliate sulla struttura giuridica e gli assetti proprietari della società, la descrizione dei meccanismi di controllo interno, le statistiche sull'allocazione del personale nei vari compiti, la descrizione delle politiche di conservazione della documentazione, una serie di informazioni di natura finanziaria sull'agenzia, la politica di rotazione del management e degli analisti e una dichiarazione sulla *governance* societaria <sup>(517)</sup>.

In definitiva, dunque, può dirsi che, oltre alla ovvia trasparenza su quali siano i giudizi di rating emessi, che a seguito delle modifiche introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013, avverrà anche attraverso la loro pubblicazione nella c.d. «piattaforma europea del rating» (cfr. art. 11-*bis*), le regole sopra elencate, mediante la precisa individuazione di tutti gli obblighi di trasparenza e comunicazione gravanti in capo all'agenzia di rating, hanno l'obiettivo di migliorare l'intelligibilità e l'accessibilità del complesso di informazioni sottostanti ai giudizi, al fine di favorire l'assunzione di scelte di investimento maggiormente consapevoli da parte degli investitori <sup>(518)</sup>.

---

<sup>(514)</sup> Cfr. allegato I, sezione D, al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(515)</sup> Cfr. art. 11, par. 1, Regolamento CE n. 1060/2009. In argomento si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato.

<sup>(516)</sup> Il considerando (4) del Regolamento UE n. 462/2013 prevede al riguardo il dovere dell'agenzia di rating di informare il pubblico circa la probabilità di *default* dei rating del credito e delle prospettive di rating (*outlook*) basata sulle *performance* storiche.

<sup>(517)</sup> Cfr. gli artt. 11 e 12, Regolamento CE n. 1060/2009. Si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato.

<sup>(518)</sup> Cfr. il considerando (7), Regolamento n. 513/2011, e le indicazioni in materia di aumento della trasparenza contenute nella risoluzione della 6° commissione permanente del Senato italiano (Finanze e tesoro) e nel parere della 14° commissione permanente del Senato italiano (Politiche dell'Unione Europea) del 28 luglio 2010, consultabili su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>. Tali

Alla luce dell'analisi condotta finora può, pertanto, concludersi che la normativa europea pone in capo alle agenzie di rating operanti sui mercati finanziari europei un complesso di doveri che spaziano dal dovere di indipendenza e di predisposizione di assetti organizzativi adeguati, al dovere di accuratezza, professionalità, competenza e trasparenza nei confronti del mercato, al fine, principalmente, di consentire agli investitori di valutare autonomamente l'accuratezza e la qualità dei giudizi emessi e di decidere se affidarsi o meno a tali valutazioni. Dalla violazione dei doveri sopraelencati, nelle loro diverse e puntuali specificazioni, discendono altrettante ipotesi di inadempimento dell'agenzia di rating, espressamente previste dall'allegato III al Regolamento 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, ma comunque ricavabili dal complesso normativo esistente. Tali infrazioni, unitamente all'inesattezza del giudizio di rating diffuso al mercato, sono, quindi, in grado di integrare il primo elemento costitutivo dell'illecito aquiliano, poiché costituiscono la condotta o il comportamento illecito produttivo del danno e determinano in negativo lo standard di diligenza attraverso il quale valutare la sussistenza del dolo o della colpa (grave) dell'agenzia di rating.

### 3. La diligenza dell'agenzia di rating.

A questo punto bisogna, dunque, soffermarsi sulle regole che presiedono alla determinazione dello standard di diligenza esigibile dalle agenzie di rating e alla definizione del contenuto dell'elemento soggettivo dell'illecito (*i.e.* del dolo e della colpa) <sup>(519)</sup>.

Come si è più volte ricordato, i giudizi di rating costituiscono il momento finale di una complessa valutazione del merito creditizio di un emittente o di uno strumento finanziario, condotta alla stregua di criteri e regole fissati dalle metodologie di rating, metodologie adottate da ciascuna agenzia e rese pubbliche.

Le metodologie di rating individuano le informazioni e i dati necessari all'emissione del giudizio e ne disciplinano le modalità di raccolta, interpretazione, analisi ed elaborazione da parte dei singoli analisti o gruppi di analisti, all'interno di un quadro normativo che ne

---

indicazioni sono state recepite nella proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che sottolineava l'importanza di garantire una maggiore trasparenza sul rating, specie degli strumenti finanziari strutturati, e illustrate nella relazione alla proposta pubblicata nella medesima data. Anche il Parlamento Europeo e la Banca Centrale Europea si erano espresse sulla necessità di garantire una maggiore trasparenza del processo di elaborazione dei giudizi di rating, rispettivamente nella *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future*, (2010/2301 (INI)), 8 giugno 2011, disponibile sul sito <http://www.europarl.europa.eu>; e con il *Parere del 19 novembre 2010 in merito ad una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 19 novembre 2010, disponibile su [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_33720101214it00010009.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_33720101214it00010009.pdf). Infine, il Comitato Economico e Sociale Europeo, nel *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 2012/C 181/13, del 29 marzo 2012, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>, aveva espressamente suggerito una maggiore trasparenza delle metodologie di rating.

<sup>(519)</sup> Come ricorda P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, Padova, 1983, 34, posto che a perfezionare le fattispecie di illecito (contrattuale ed extracontrattuale) basta la sola colpa e che, in ogni caso, salvo quanto prevede, per il solo illecito contrattuale, l'art. 1225 c.c., gli effetti legali che discendono dall'illecito sono i medesimi sia in caso di dolo che in caso di colpa «è naturale che il discorso civilistico sull'elemento soggettivo verta quasi esclusivamente sulla colpa». Considerato, del resto, che il fine della presente ricerca è, principalmente, quello di individuare in quali casi possa ravvisarsi la responsabilità dell'agenzia di rating, la prospettiva dalla quale si muoverà nella pagine successive sarà, inevitabilmente, quella di un'indagine sul contenuto di un'ipotizzabile condotta colposa dell'agenzia di rating, poiché è la presenza della colpa in capo a quest'ultima a delimitare i casi di responsabilità dai casi in cui la responsabilità non sussiste.

impone il rispetto, l'aggiornamento e la revisione e che è volto, innanzitutto, a garantire il corretto svolgimento dell'attività di rating attraverso la predisposizione di presidi organizzativi, di meccanismi di gestione e valutazione dei rischi, di *compliance* e anche di procedimenti di identificazione, gestione e *disclosure* dei conflitti di interesse.

In un primo momento, dunque, ai fini di una valutazione in termini di diligenza dell'operato dell'agenzia di rating, viene in rilievo il rispetto delle norme europee in materia di organizzazione dell'agenzia di rating, composizione dei suoi organi e organismi, indipendenza, gestione dei conflitti di interesse e trasparenza.

A ciò si aggiunge l'indagine volta ad accertare il corretto svolgimento dell'attività valutativa che, come è facilmente immaginabile, si fonda, innanzitutto, sull'adeguatezza e sul rispetto delle metodologie di rating. Non occorre soltanto l'adozione, la pubblicazione e la revisione periodica delle metodologie adottate, ma, come si è già accennato, il buon esito dell'attività di valutazione del merito di credito e la correttezza, sia pure relativa, del giudizio di rating, dipendono, in buona approssimazione, dalla validità e dalla correttezza della metodologia utilizzata, la quale deve rispecchiare le regole proprie del settore professionale di riferimento (v. *supra*, capitolo 4, § 1.2.1.1.). Nonostante non vi siano dei veri e propri principi di categoria espressamente riconosciuti, le regole generali che presiedono all'attività di valutazione del merito di credito sono, infatti, ben lontane dall'essere ignote al di fuori delle agenzie di rating – come, forse, erano in principio, quando la metodologia di rating era considerata parte fondamentale del *know how* di ciascuna agenzia e perciò del tutto segreta – posto che se ne servono in qualche misura anche altri soggetti, intermediari finanziari *in primis*, nell'ambito dell'attività loro propria<sup>(520)</sup>. Basti pensare, al riguardo, agli intermediari bancari che, secondo quanto prevede l'accordo di Basilea II, possono elaborare al proprio interno le valutazioni sul rischio di credito, al fine di ponderare i requisiti di capitale sulla scorta del rischio assunto con gli investimenti effettuati<sup>(521)</sup>.

---

<sup>(520)</sup> Un valore quantomeno orientativo, ai fini della valutazione della condotta dell'agenzia di rating, possono assumere le indicazioni contenute nei codici di condotta, come il Codice IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), denominato *Code of Conduct. Fundamentals for Credit Rating Agencies*, adottato nel 2004, quando ancora non vi era una disciplina dell'attività di rating né negli Stati Uniti né all'interno dell'Unione Europea, e rivisto successivamente nel maggio del 2008, nonostante le prescrizioni contenute in tale codice non presentino il grado di dettaglio proprio, ad esempio, dei principi di revisione internazionali. Sul punto cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 820.

<sup>(521)</sup> Si fa riferimento, in particolare, al fatto che dalla metà degli anni '90 del secolo scorso, al fine di valutare il rischio di credito di investimenti di natura finanziaria, accanto ai rating emessi dalle agenzie, sono correntemente utilizzate anche altre misure del merito di credito. Si tratta dei c.d. rating *impliciti*, ossia desunti dai dati di mercato del debitore pubblicamente disponibili, e dei c.d. rating *interni*, emessi dalle banche con proprie metodologie, cui fa appunto riferimento l'accordo Basilea II. Sono quindi note e utilizzate altre tecniche di valutazione del rischio di credito associato agli investimenti in titoli di debito. Tuttavia, per ragioni di completezza si ricorda che i rating impliciti e i rating interni non sono perfettamente sovrapponibili e comparabili ai rating emessi dalle agenzie. In particolare, i rating impliciti, calcolati, ad esempio, sulla base dei prezzi dei *credit default swap*, mostrano di essere meno affidabili dei rating delle agenzie per assumere decisioni di investimento non di brevissimo termine e generano molti falsi allarmi sull'eventuale *default* di alcuni emittenti, mentre i rating interni delle banche sono comunque elaborati sulla base di procedure che variano da banca a banca e, a differenza dei rating pubblicati dalle agenzie specializzate – che sono prodotti sulla scorta di un'analisi *judgment based* caratterizzata da un preponderante apporto delle componenti prettamente qualitative della valutazione e dall'elevata discrezionalità degli analisti di rating –, sono basati prevalentemente su metodologie statistiche di natura oggettiva, che, per tale ragione, mostrano una minore lungimiranza e stabilità dei giudizi delle agenzie. In argomento, diffusamente, G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, cit., 120 ss.



Occorre quindi determinare come la violazione delle prescrizioni contenute nella normativa europea, nelle metodologie di rating e nelle regole professionali di riferimento, e, più in generale, la violazione dei doveri sussistenti in capo alle agenzie di rating, debba essere inquadrata all'interno della teoria della colpa.

Come è noto, pur non trattandosi di una distinzione univocamente riconosciuta dalla dottrina civilistica<sup>(522)</sup>, alla colpa derivante dalla violazione di leggi, regolamenti e altri atti ad essi equiparati, cui fa riferimento il terzo comma dell'art. 43 c.p., norma dell'ordinamento penale che fornisce una definizione di colpa sovente richiamata anche dalla dottrina civilistica<sup>(523)</sup>, detta anche colpa «specifica» o «oggettiva», si affianca la c.d. colpa «generica» o «colpa-negligenza», riconducibile a situazioni in cui si riscontra il venir meno della dovuta perizia, prudenza e, appunto, diligenza<sup>(524)</sup>. Ebbene, posto che nel primo caso è la semplice dimostrazione della violazione del precetto a integrare la colpa, una vera e propria indagine sul rispetto dei canoni di diligenza nello svolgimento della prestazione sarà, di regola, richiesta ogniqualvolta non si abbia a che fare con l'inosservanza di precise norme giuridiche<sup>(525)</sup>. In questo senso, posto che la colpa altro non è che «la deficienza dello sforzo diligente dovuto nell'interesse altrui» e che essa si determina, quando non vi sia una puntuale violazione di una norma giuridica, mediante il raffronto tra la condotta in concreto tenuta e quella dovuta dal soggetto agente «secondo adeguati parametri sociali o professionali di condotta»<sup>(526)</sup>, il punto di partenza di ogni indagine in materia di responsabilità non può che attenersi al fatto e alla sua rispondenza ai canoni sociali o professionali di riferimento.

Al riguardo, volendo applicare tali categorie alla materia di cui trattasi, si rammenta che non tutte le infrazioni enumerate dall'allegato III riguardano il corretto svolgimento del servizio di rating. Alcune attengono, infatti, come si accennava pocanzi, alla corretta predisposizione di adeguati presidi organizzativi e di controllo e alla identificazione e gestione dei conflitti di interesse. In tali ipotesi risulta – quantomeno in linea teorica – senza dubbio più agevole dimostrare la colpa dell'agenzia, poiché essa discende dalla semplice inosservanza di precise norme di rango primario, specificamente volte a tutelare la

---

<sup>(522)</sup> Come ricorda M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 183.

<sup>(523)</sup> Sul punto si veda, tra gli altri, G. CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, cit., 187 s., il quale ritiene che l'art. 43 c.p. in ambito civilistico abbia una portata più esemplificativa che descrittiva del concetto di colpa, in quanto il contenuto della colpa deve comunque essere interpretato sulla scorta della tradizione dogmatica, dei principi giuridici generali, e del canone di diligenza fissato dall'art. 1176 c.c. Da tale considerazione l'Autore fa derivare un ulteriore corollario, che sembrerebbe in contrasto con il tenore letterale dell'art. 43 c.p., rappresentato dal fatto che «l'osservanza o l'inosservanza delle norme di comportamento potranno rappresentare un indice assai rilevante per affermare la diligenza o, rispettivamente, la negligenza della condotta, ma non saranno mai assolutamente decisive per tale giudizio, potendosi sempre dimostrare che il comportamento prescritto era nel caso concreto inadeguato o addirittura pericoloso, oppure, nell'ipotesi inversa, che era assolutamente imprevedibile che dalla violazione della norma di condotta potesse derivare una lesione dell'altrui diritto» (*ivi*, 203). In argomento cfr. anche M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 207 ss.

<sup>(524)</sup> M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 182 s.

<sup>(525)</sup> Si veda M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 184, il quale ricorda che «per poter ragionare in termini di colpa propria, occorre che il divieto normativo sia vigente al momento del fatto; altrimenti occorre valutare se la condotta sia ugualmente illecita alla stregua della prevedibilità dell'evento, propria della colpa-negligenza» (*ivi*, 186). Per tale ragione, di colpa specifica dell'agenzia di rating con riferimento alle infrazioni previste dall'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009 si potrà parlare solamente se, nel momento in cui l'infrazione è stata compiuta, la norma giuridica era già in vigore. In caso contrario occorrerà valutare se la condotta dell'agenzia sia censurabile sotto il profilo della colpa generica, poiché comunque difforme dallo standard di diligenza che discenderebbe dall'applicazione al caso in esame dell'art. 1176, comma 2, c.c.

<sup>(526)</sup> C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 575 s.

trasparenza del mercato e gli investimenti che hanno luogo al suo interno. Più complessa diviene, invece, la prova della negligenza dell'agenzia con riferimento agli aspetti che attengono allo svolgimento dell'attività di rating, proprio perché in tali casi non può prescindersi da un'indagine volta ad accertare quale sia lo standard di diligenza al quale l'agenzia si sarebbe dovuta attenere e dal raffronto tra tale standard e la condotta da essa in concreto posta in essere. In altre parole, sono inadempimenti che danno luogo a responsabilità sia quelli riguardanti previsioni «organizzative» in senso lato (quali, ad esempio, quelli attinenti alla composizione del consiglio di amministrazione dell'agenzia di rating), sia quelli nascenti dalla mancata adozione di metodologie di rating atte a garantire un'accurata selezione delle informazioni e delle fonti sulle quali basare il giudizio di rating e, soprattutto, una loro attenta elaborazione. Tuttavia, nel primo caso la prova della negligenza sembrerebbe *in re ipsa*, poiché la prova della violazione in sé e per sé considerata esaurisce la valutazione in termini di colpevolezza della condotta, secondo una nozione oggettiva del concetto di colpa sulla quale ci si soffermerà in seguito (v. *infra*, § 3.2.); mentre, nel secondo caso, l'accertamento della sussistenza di una negligenza in capo all'agenzia di rating è tutt'altro che immediata, occorrendo nella maggioranza dei casi una valutazione più approfondita circa il contenuto e l'operare delle metodologie di rating nel caso concreto, secondo i parametri accennati.

La presenza di una delle infrazioni elencate all'allegato III è quindi sufficiente ad integrare la colpa (specifica) dell'agenzia e, in ragione del contenuto delle violazioni ivi indicate, si tratterà principalmente di casi relativi al mancato rispetto dei presidi organizzativi e operativi che la legislazione europea ha previsto a garanzia del corretto svolgimento dell'attività di rating. Qualora non fosse possibile riscontrare una specifica infrazione, la colpa dell'agenzia, questa volta «generica», dovrebbe essere invece valutata tenendo a mente i più generali doveri di condotta sussistenti in capo alla medesima, sui quali ci si è appena soffermati. Con tutta probabilità, la colpa generica dell'agenzia di rating assumerà particolare rilevanza con riferimento al rispetto dei doveri di accuratezza e professionalità, data la maggiore ampiezza delle prescrizioni che li riguardano (e la genericità delle infrazioni elencate dall'allegato III ad essi riferibili). In sintesi, dunque, qualora non sia ravvisabile una particolare violazione della normativa europea da parte dell'agenzia di rating e non possa, pertanto, contestarsi una colpa *specifica*, la colpa *generica* sarà rappresentata dalla violazione dei doveri che la normativa europea pone in capo alle agenzie, dovendo valutarsi se la condotta tenuta dalla agenzia possa considerarsi o meno coerente con il loro rispetto.

In concreto, qualora la condotta illecita dell'agenzia riguardi prescrizioni puntuali concernenti la trasparenza della propria attività, la struttura organizzativa, la composizione degli organi societari, l'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse e via dicendo, la colpa sembra potersi riscontrare nel mero scostamento tra la condotta tenuta dall'agenzia e il modello regolamentare, anche alla luce della natura schiettamente precauzionale delle disposizioni normative in parola e della tipizzazione delle possibili infrazioni. Nella prova della violazione di tali disposizioni è insita la prova della negligenza dell'agenzia di rating.

Diversamente, con riferimento a inadempimenti che attengano direttamente allo svolgimento dell'attività di rating, occorrerà con tutta probabilità un'indagine maggiormente approfondita che tenga conto dello standard di riferimento rinvenibile dal *corpus* normativo richiamato, dalle metodologie di rating e dalle prassi di settore, al fine di accertare se le agenzie di rating abbiano fruito di informazioni provenienti da fonti affidabili e abbiano corrispondentemente emesso valutazioni sul merito di credito accurate, corrette e aggiornate. È chiaro che un giudizio di questo tipo presenta, inevitabilmente,

rispetto alle altre ipotesi summenzionate, maggiori margini di incertezza, richiedendo di valutare non soltanto se l'agenzia di rating si sia pedissequamente attenuta alle regole sulle valutazioni del merito di credito da essa elaborate, adottate e pubblicate, ma anche se tali regole siano idonee a pervenire, alla luce delle *best practice* di settore, a un giudizio di rating credibile e affidabile.

Al fine di una corretta comprensione dello standard di diligenza al quale sono tenute le agenzie e del ruolo che le metodologie giocano nell'elaborazione delle valutazioni, pare opportuno, a questo punto, distinguere due fasi dell'attività di rating. Da un lato vi è, infatti, la raccolta di dati e informazioni, dal mercato e da altri soggetti operanti sul mercato (tra i quali figura l'emittente), e dall'altro l'analisi e l'elaborazione di tali dati ai fini dell'emissione vera e propria del voto di rating.

Anche con riferimento al primo dei profili summenzionati, la diligenza nello svolgimento dell'attività di rating deve essere innanzitutto determinata alla luce del contenuto delle metodologie di rating della singola agenzia, in considerazione del fatto che sono previste specifiche ipotesi di infrazione per il caso in cui l'agenzia non applichi misure adeguate ad assicurare che i giudizi emessi siano basati su un'attenta e accurata analisi di tutte le informazioni a disposizione ovvero per l'eventualità che le informazioni utilizzate, rilevanti ai fini del giudizio sulla base delle metodologie di rating applicabili, non possano essere considerate attendibili (v. allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009, nn. 42 e 42-bis). L'art. 8, par. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009, recentemente modificato, prevede, infatti, il preciso obbligo in capo alle agenzie di rating di adottare misure adeguate a garantire l'accurata analisi delle informazioni rilevanti in conformità alle metodologie di rating e, soprattutto, che i dati e le informazioni utilizzate «siano di qualità sufficiente e provengano da *fonti affidabili*» (*enfasi aggiunta*).

Al riguardo si è già detto che, solitamente, le agenzie di rating si servono di dati e informazioni anche provenienti da altri soggetti, tra i quali si annoverano le società di revisione, gli analisti finanziari, il *management* dell'emittente e l'emittente stesso. Diventa dunque cruciale, in un eventuale giudizio di responsabilità nei confronti dell'agenzia di rating, determinare se le fonti utilizzate dall'agenzia, quali possono essere quelle appena elencate, possano essere considerate affidabili e in che termini l'agenzia sia tenuta a controllare l'attendibilità e la correttezza delle informazioni ricevute. Anche alla luce delle novità normative introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013, non esiste un vero e proprio dovere di controllo e verifica in capo alle agenzie di rating delle informazioni ricevute dalle proprie fonti, non essendo, tra l'altro, ad esse attribuito alcun penetrante potere d'indagine o ispettivo. Soltanto in presenza di circostanze in grado di far dubitare un operatore professionale della veridicità e correttezza delle informazioni ricevute l'agenzia dovrà effettuare ulteriori verifiche sulle proprie fonti, le quali, tuttavia, di regola si tradurranno nella richiesta di ulteriori informazioni e delucidazioni o di ulteriore documentazione e, nel caso in cui tale richiesta venisse disattesa, comporteranno semmai l'impossibilità per l'agenzia di emettere il giudizio <sup>(527)</sup>.

A maggior ragione, non potendo ravvisarsi alcun generico obbligo di controllo in capo all'agenzia di rating, non potrà tantomeno ritenersi sussistente alcun obbligo di scoperta di eventuali frodi poste in essere dall'emittente e/o dai suoi organi direttivi <sup>(528)</sup>.

---

<sup>(527)</sup> In argomento, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 820 s. Sul punto si rimanda altresì a quanto si è detto nel capitolo 4, § 1.2.1.1.

<sup>(528)</sup> Così, ad esempio, L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 203; ID., *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, cit., 715; G. PONZANELLI, *Quando sono*

L'agenzia potrà, invece, fare affidamento sui controlli effettuati dai soggetti a ciò deputati (collegio sindacale, società di revisione, autorità di vigilanza e via dicendo), essendo tenuta a svolgere una verifica maggiormente approfondita – che, nella maggior parte dei casi, si risolverà, come appena accennato, in una ulteriore richiesta di informazioni – solamente laddove abbia ragionevole motivo di ritenere carente o inesatta la documentazione ricevuta o qualora emergano univoci indizi di frode<sup>(529)</sup>.

In questo senso, alla luce del quadro normativo attualmente vigente, con riferimento alla diligenza nella selezione delle fonti informative sulle quali basare il giudizio di rating, sembra potersi escludere che assuma speciale rilevanza la colpa omissiva dell'agenzia di rating, intesa «come mancanza di un comportamento che l'agente aveva l'obbligo giuridico di tenere, nelle circostanze nelle quali si verificò l'evento» al fine di impedirlo, poiché la disciplina dell'attività di rating non prevede alcun obbligo di controllo o di verifica al fine di prevenire la realizzazione di illeciti da parte dell'emittente, dei suoi dirigenti e dei componenti dei suoi organi<sup>(530)</sup>. Ovviamente, anche per quanto riguarda la fase di raccolta dei dati e delle informazioni necessarie all'elaborazione dei giudizi potranno riscontrarsi delle omissioni nella condotta dell'agenzia di rating, quali, ad esempio, l'insufficiente raccolta di informazioni, l'omessa considerazione di alcuni dati quantitativi e/o qualitativi rilevanti, l'omesso rispetto di una regola di elaborazione delle informazioni ricevute e via dicendo, tuttavia ciò non basta a qualificare la colpa come «omissiva» in senso stretto, poiché «è implicito nella stessa nozione di negligenza, imperizia ed imprudenza il non aver osservato una regola di comportamento: aver omesso una cautela la quale avrebbe evitato l'evento»<sup>(531)</sup>. Ciò, tuttavia, non esclude la rilevanza della colpa omissiva con riferimento ad altre ipotesi di scostamento tra la condotta in concreto tenuta all'agenzia di rating e lo standard di diligenza desumibile dalla normativa europea, specie, ad esempio, per quanto attiene alle ipotesi di colpa specifica<sup>(532)</sup>.

Venendo, invece, all'elaborazione vera e propria del giudizio di rating, una volta completata l'attività di raccolta e selezione delle informazioni rilevanti, si osserva che riveste cruciale importanza sia la predisposizione di metodologie di rating in conformità alle regole comunemente accettate nel settore professionale di riferimento, sia la loro costante

---

*responsabili le agenzie di rating*, cit., 450; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 652.

<sup>(529)</sup> Sembrerebbe sostenere una posizione analoga M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 348 s., dove, in materia di colpa delle agenzie di rating, osserva che è «richiesto un elevato grado di perizia tanto nel reperire i dati che servono per esprimere il voto, quanto per controllarne la veridicità e confluenza durante il loro trattamento. Le agenzie, infatti, non devono diventare garanti della veridicità delle informazioni contabili fornite dell'emittente, né può essere chiesto loro di accertare analiticamente la veridicità delle informazioni e dei dati forniti dall'emittente. Tuttavia, nell'ipotesi in cui i dati e le informazioni fornite siano all'evidenza inconciliabili tra loro, oppure qualora vi siano indizi che facciano dubitare della loro genuinità il *committee* incaricato del *rating* ha l'obbligo di cautelarsi, prima di procedere all'assegnazione, con controlli, riscontri, accertamenti e richieste di ulteriori informazioni, al fine di verificare l'attendibilità dei dati forniti dall'emittente e vincere così ogni dubbio ed incertezza prospettabile in ordine ad essa». In senso analogo anche G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 341; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 131.

<sup>(530)</sup> Cfr. *supra*, capitolo 4, § 1.2.1.1.

<sup>(531)</sup> M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 216, il quale precisa successivamente che «si ha colpa omissiva in senso tecnico, quando l'evento è derivato dalla *mancata attività del responsabile che aveva l'obbligo giuridico di attivarsi*» (*ivi*, 218 s.) (*enfasi aggiunta*).

<sup>(532)</sup> La violazione, ad esempio, di prescrizioni di natura organizzativa, che impongono l'adozione di particolari presidi di controllo all'interno della struttura societaria o una particolare composizione dell'organo amministrativo, determina, infatti, senza dubbio l'insorgenza di una colpa (specifica) in forma omissiva dell'agenzia di rating.

osservanza, pur con le debite differenze tra agenzia e agenzia e senza che con ciò venga del tutto meno la discrezionalità valutativa di chi elabora i giudizi <sup>(533)</sup>. Specie con riferimento alle componenti qualitative della valutazione sul merito di credito, infatti, è difficile immaginare un qualche sindacato esterno sul concreto esercizio della discrezionalità valutativa da parte dell'analista, una volta accertato il rispetto delle *regulae artis* in materia, generalmente riconducibili, come si anticipava, alle regole della finanza aziendale e dell'analisi finanziaria.

Questo implica che, se ai fini di una corretta valutazione del merito di credito l'agenzia di rating non potrà non tenere conto, ad esempio, dei dati quantitativi attinenti all'indebitamento e alla struttura del debito esistente, difficilmente potrà sindacarsi sul peso relativo attribuito a fattori più propriamente qualitativi, quali le prospettive di crescita dell'emittente alla luce di una nuova strategia industriale. In altre parole, i principi di settore richiedono generalmente di tenere in considerazione, nell'elaborazione del giudizio di rating, determinati dati e informazioni sia di natura qualitativa che quantitativa; tuttavia, all'interno di tale quadro di regole e prassi, sono certamente ammissibili deviazioni dai criteri valutativi comunemente utilizzati, al fine di meglio rispecchiare le peculiarità del caso concreto. Pertanto, in un siffatto contesto, ben potrebbe distinguersi tra dati e informazioni assolutamente necessari, che non possono non essere presi in considerazione e che se ignorati danno senz'altro luogo a colpa dell'agenzia, come le già ricordate informazioni sull'indebitamento dell'emittente, e altri dati e informazioni che, alla luce delle peculiarità del caso concreto, potrebbero essere tralasciati.

Se, in base alla prassi di settore, determinati dati e fattori, quantitativi e/o qualitativi, costituiscono il perno attorno al quale solitamente si elabora il giudizio di rating, ci si potrà attendere che essi rivestano un qualche rilievo anche con riferimento alla singola valutazione presa in considerazione e potrà ravvisarsi un'ignoranza colpevole in capo all'agenzia che li abbia negligenzatamente trascurati. Ciò non toglie, tuttavia, che, in ragione dell'elevato margine di discrezionalità che connota ogni parere professionale sul merito di credito, ben potrà l'agenzia argomentare in favore della maggiore o minore attenzione attribuita a tali dati rispetto allo standard di riferimento, alla luce delle peculiarità del caso concreto.

La deviazione dalle metodologie di rating e/o dalle prassi di settore consente, dunque, di regola, di ravvisare una condotta negligente dell'agenzia di rating. Tuttavia, «lo stesso concetto di diligenza impedisce di ravvisare nella sola osservanza di determinate regole di condotta l'esistenza di un procedere prudente ed accorto, dal momento che il variare delle circostanze di fatto potrebbe ben far risultare inadeguato o addirittura pericoloso un comportamento che dalla norma è stabilito in vista di situazioni tipiche e generali» <sup>(534)</sup>. Pertanto, uno scostamento dalle metodologie di rating e dalle prassi di settore ben potrebbe essere ritenuto giustificabile se sorretto da una valida motivazione.

Nonostante sia proprio la disciplina europea a prevedere la predisposizione, l'adozione e la revisione delle metodologie di rating da parte delle agenzie, non può del resto trascurarsi che esse sono pur sempre elaborate dalla medesima agenzia che è chiamata

---

<sup>(533)</sup> Al riguardo si vedano L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 196; e P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 161, che riconosce la possibilità di configurare una negligenza dell'agenzia di rating quando non siano rispettate le *leges artis*, le prassi di settore, anche a livello internazionale, e i principi deontologici, pur riconoscendo un'ampia discrezionalità all'attività valutativa delle agenzie di rating. In giurisprudenza, si veda Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 471; in *Danno e resp.*, cit., 183.

<sup>(534)</sup> G. CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, cit., 199.

ad applicarle, ravvisandosi in questo una importante differenza rispetto, ad esempio, ai principi di revisione internazionali ISA (*International Standards on Auditing*), la cui osservanza è oggi espressamente richiesta dal d.lgs. n. 39/2010. Non può, dunque, ritenersi, analogamente a quanto si sostiene per i principi ISA, che sono pur sempre elaborati da un organismo internazionale a ciò competente (lo IAASB – *International Auditing and Assurance Standards Board*)<sup>(535)</sup>, che ogni scostamento dalle metodologie di rating e/o dalle prassi di settore integri necessariamente un comportamento illecito ai sensi della disciplina europea<sup>(536)</sup>, dovendo, invece, verificarsi se tale scostamento possa rientrare nel legittimo esercizio della discrezionalità valutativa dell'analista.

Alla luce delle considerazioni svolte finora si può, dunque, determinare quale sia la diligenza esigibile dalle agenzie di rating, secondo uno standard che dovrà, di volta in volta, essere specificato e aggiornato in ragione delle *best practice* di settore<sup>(537)</sup>. Proprio tali regole di condotta andranno, del resto, a riempire il canone di diligenza individuato, in termini generali, dall'art. 1176, comma 2, c.c. Posto, infatti, che l'attività di rating è, senza dubbio, un'attività di tipo professionale, la norma di riferimento in materia sembra dover essere in ogni caso ravvisata nell'art. 1176, comma 2, c.c., secondo il quale «nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata»<sup>(538)</sup>.

---

<sup>(535)</sup> G. STRAMPELLI, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 11 – Principi di revisione*, cit., 139.

<sup>(536)</sup> In precedenza si riteneva che anche i principi di revisione avessero una funzione più che altro integratrice del dato legale. Tuttavia, come ricorda G. BALP, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 12 – Elaborazione dei principi*, cit., 149 s., attualmente «l'inosservanza dei principi di revisione rappresenta violazione diretta del contenuto specifico dell'obbligazione legale cui è oggi tenuto il revisore, e non invece – come sostenuto prima del d.lgs. 39/10 – parametro di riferimento c.d. di *best practice* strumentale alla verifica della diligenza professionale usata nella sua condotta». Tale è, invece, ancora il ruolo attribuibile alle metodologie di rating e alle relative prassi di settore.

<sup>(537)</sup> M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 640.

<sup>(538)</sup> In tal senso L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 202; e sembrerebbe anche M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 649. Come è noto, infatti, l'art. 1176 c.c., lungi dal definire, in termini precisi, quale sia il livello di diligenza richiesto al debitore, «rinvia, per la determinazione (qualitativa e quantitativa) del tipo di condotta prescritta, a più specifiche norme contenute in altri testi legali oppure, addirittura, ad altri ordinamenti o principi, giuridici o anche metagiuridici (usi, costumi, regole associative, prassi); talché la prescrizione legale è solo indiretta o, come sul dirsi, in “in bianco”». Un siffatto rinvio è ravvisabile non soltanto nel primo comma dell'art. 1176 c.c., che richiede al debitore di usare, nell'adempimento della prestazione, la diligenza «del buon padre di famiglia» (al riguardo, cfr. P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, cit., 35 s.), ma anche nel secondo comma della norma in parola, là dove prescrive che la diligenza professionale debba essere valutata con riferimento alla natura dell'attività esercitata, facendo implicitamente riferimento al tipo di attività svolta e ai canoni e alle regole professionali di riferimento. In particolare, secondo l'Autore da ultimo citato, tale precisazione «non rappresenta che un corollario, sostanzialmente superfluo, del relativo primo comma» poiché «[c]on esso il legislatore non intende imporre all'agente professionale una diligenza più severa, ma intende solo solennizzare, richiamandoli espressamente, i doveri imposti dalla “regola dell'arte”» (*ivi*, 47). Al riguardo si veda anche M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 252 s., che ribadisce come l'art. 1176, comma 2, c.c., non richieda al professionista un grado di diligenza più elevato rispetto a quello richiesto dal riferimento al buon padre di famiglia di cui al primo comma, posto che il riferimento alla natura dell'attività esercitata avrebbe, semmai, riguardo all'aspetto della *perizia*, ossia alle regole dell'arte che il professionista è tenuto a conoscere. Chiaramente in tal senso anche A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, Milano, 1979, 196 s.; e C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 28, il quale precisa che l'art. 1176, comma 2, c.c., «impone al professionista una diligenza particolarmente qualificata dalla perizia e dall'impiego degli strumenti tecnici adeguati al tipo di attività dovuta. Sotto questo aspetto può dirsi che l'impegno del professionista è superiore a quello del comune debitore. Va però tenuto presente che il criterio applicabile è

La definizione del tipo di diligenza esigibile dalle agenzie di rating e del contenuto concreto della loro attività è, dunque, massimamente importante non soltanto al fine di delimitare compiti e competenze specifiche dell'agenzia di rating rispetto agli altri operatori del mercato (v. *supra*, capitolo 4, § 1.2.1.), ma anche al fine di individuare i parametri all'interno dei quali deve essere effettuato il giudizio di responsabilità per quanto riguarda l'elemento soggettivo della condotta illecita, nei casi in cui non si sia in presenza dell'inosservanza di una precisa norma giuridica.

### 3.1. (*Segue*) Ambito di operatività dell'art. 2236 c.c.

L'art. 35-*bis*, par. 1, del Regolamento CE n. 1060/2009, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, limita la responsabilità delle agenzie di rating ai soli casi di violazione intenzionale (*i.e.* dolosa) o per colpa grave delle prescrizioni contenute nel regolamento stesso. Un primo problema che si pone con riguardo allo standard di diligenza al quale sono tenute le agenzie di rating è, dunque, quello di coordinare tale limitazione con la tipizzazione delle infrazioni che possono far insorgere la responsabilità.

Più nello specifico, la difficoltà maggiore sembra essere rappresentata dalla necessità di conciliare il sistema di tipizzazione delle violazioni che possono essere contestate all'agenzia di rating con la colpa in senso stretto, posto che il dolo può essere individuato nella intenzionalità – quale rappresentazione e volizione – della violazione in questione. L'art. 35-*bis* non contiene una definizione di dolo o, *rectius*, dell'espressione violazione «intenzionale», utilizzata dal legislatore europeo al fine di individuare uno dei presupposti della responsabilità, a differenza, invece, dell'art. 36-*bis*, Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal Regolamento UE n. 513/2011 e successivamente modificato, che, nel disciplinare le sanzioni amministrative pecuniarie che l'ESMA può comminare alle agenzie di rating in presenza di una violazione intenzionale o per negligenza del regolamento, inclusa nell'elenco di cui all'allegato III, considera sussistente l'intenzionalità della violazione qualora vi siano «fattori oggettivi che dimostrano che l'agenzia di rating del credito o i suoi alti dirigenti hanno agito deliberatamente per commettere la violazione», utilizzando una nozione di dolo in buona sostanza riconducibile al c.d. «dolo specifico». Certamente, anche ai fini della responsabilità civile delle agenzie di rating assumerà rilievo il fatto che l'agenzia o i suoi dirigenti abbiano tenuto una determinata condotta *al fine* di commettere una particolare violazione. Tuttavia, sia in forza dell'assenza nel testo dell'art. 35-*bis* di una definizione di intenzionalità quale quella adottata dall'art. 36-*bis* o di un suo richiamo, sia, più convincentemente, in forza del fatto che l'agenzia di rating comunque risponde per colpa (grave) e che il dolo generico rappresenta un livello di colpevolezza ad essa superiore (senz'altro generatore di responsabilità qualora basti la colpa, anche grave), il dolo generico può ritenersi senz'altro sufficiente a determinare l'insorgenza della responsabilità anche laddove l'intenzionalità rivesta semplicemente l'oggetto della condotta descritta nelle infrazioni elencate dall'allegato III, senza che sia necessaria l'intenzione di commettere la violazione stessa <sup>(539)</sup>.

---

pur sempre quello della normale diligenza, in quanto il professionista deve impiegare la perizia e i mezzi tecnici adeguati allo standard professionale della sua categoria».

<sup>(539)</sup> Per ragioni di completezza occorre rilevare che l'ESMA può comminare sanzioni amministrative, ai sensi dell'art. 36-*bis*, anche in caso di semplice negligenza dell'agenzia di rating. Pertanto, per ragioni analoghe a quelle esposte nel testo, non può assolutamente escludersi l'insorgenza di una responsabilità «amministrativa» dell'agenzia di rating in caso di dolo generico. Nonostante una certa difficoltà interpretativa sicuramente discendente dalla scelta del legislatore europeo di confinare il dolo ai casi di dolo

Venendo ora alla colpa in senso stretto, si è più volte ricordato che le agenzie di rating rispondono nei confronti degli emittenti e degli investitori per i danni cagionati a seguito di una delle violazioni previste dall'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009. Un esempio di infrazione generatrice di responsabilità è dato dal punto n. 7 dell'allegato III, secondo il quale sussiste una violazione dell'art. 6, par. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009, ogniqualvolta un'agenzia di rating preveda «un sistema retributivo per i membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza che è collegato ai risultati economici dell'agenzia di rating del credito o che non è impostato a garantire l'indipendenza del loro giudizio, o fissa una durata dell'incarico dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza superiore a cinque anni o per un periodo rinnovabile; ovvero licenzia un membro indipendente del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, salvo in caso di negligenza o insufficiente prestazione professionale». Pertanto, qualora, in ipotesi, l'agenzia di rating preveda un sistema retributivo basato sui propri risultati economici a favore degli amministratori indipendenti, ovvero l'incarico dei membri indipendenti dell'organo gestionale si estenda oltre il termine di cinque anni, può ravvisarsi una violazione delle disposizioni del Regolamento CE n. 1060/2009 in materia di prevenzione dei conflitti di interesse, dalla quale può senz'altro discendere la responsabilità dell'agenzia.

Ebbene, con riferimento a infrazioni analoghe a quella appena descritta, che riguardano la violazione delle norme volte alla predisposizione di una adeguata struttura organizzativa e di adeguati presidi di controllo e *compliance* all'interno della società, pare superfluo discorrere di colpa semplice e colpa grave, posto che pare difficilmente ravvisabile una violazione per colpa «grave» di tali disposizioni normative. In altre parole: la retribuzione degli indipendenti può essere o non essere ancorata ai risultati economici dell'agenzia di rating; il mandato degli indipendenti è o non è superiore al termine legislativo di cinque anni, e, pertanto, l'agenzia di rating viola o non viola una precisa norma giuridica di fonte europea. Non vi è una zona grigia all'interno della quale distinguere tra violazione per colpa semplice e violazione per colpa grave, proprio perché, in questi casi, *tertium non datur*. Pare, invece, più corretto discorrere di colpa generica e colpa specifica, secondo quanto si diceva nel paragrafo precedente, e inquadrare una infrazione di tal genere nell'ambito della seconda, poiché trattasi di una palese inosservanza di una precisa norma giuridica.

La rilevanza della colpa grave riveste, invece, un ruolo di maggior rilievo con riferimento ad infrazioni di altra natura, relative alla violazione di norme giuridiche dal contenuto più ampio, attinenti principalmente alla predisposizione, all'elaborazione, all'adozione e all'aggiornamento delle metodologie di rating e allo svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito. Si pensi ad esempio alle più volte ricordate infrazioni previste ai nn. 42 e 42-*bis* dell'allegato III, come recentemente modificati dal Regolamento

---

specifico pur prevedendo la responsabilità amministrativa anche in presenza di una semplice negligenza, essa può forse spiegarsi con il fatto che l'intenzionalità della violazione (ossia la sussistenza del dolo specifico) sembra rilevare ai fini del calcolo della sanzione amministrativa pecuniaria che l'ESMA può eventualmente comminare all'agenzia. L'art. 36-*bis* prevede infatti un ammontare minimo e massimo per ciascuna sanzione pecuniaria associata alle singole violazioni. La determinazione del preciso ammontare della sanzione deve essere poi effettuata tenendo in considerazione una serie di fattori ulteriori, tra i quali si annoverano il fatturato dell'agenzia e l'eventuale presenza di circostanze aggravanti o attenuanti che determinano l'applicazione di alcuni coefficienti (aggravanti o attenuanti). L'allegato IV al Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal Regolamento UE n. 513/2011, tra le circostanze che determinano l'applicazione di un coefficiente aggravante, al punto n. 2, prevede, appunto, l'intenzionalità della violazione (secondo la definizione di cui all'art. 36-*bis*).



UE n. 462/2013, ravvisabili ogniqualvolta, rispettivamente, l'agenzia di rating non analizzi accuratamente tutte le informazioni di cui dispone, ovvero non utilizzi informazioni provenienti da fonti affidabili. È evidente, infatti, che, con riferimento alla sussistenza di tali infrazioni ben potrebbe distinguersi tra una colpa semplice dell'agenzia di rating e una colpa grave, tra una diligenza media e una diligenza minima. Se l'agenzia di rating non ha svolto il benché minimo accertamento sulla provenienza delle informazioni che utilizza per l'elaborazione del rating – si pensi, ad esempio, all'utilizzo di informazioni di cui non si sa nemmeno quale sia la provenienza – può ritenersi *non rispettata* la diligenza minima esigibile e si sarà in presenza di una violazione per colpa grave delle previsioni contenute all'art. 8 del Regolamento CE n. 1060/2009. Diversamente, qualora pur avendo svolto alcuni accertamenti, le verifiche poste in essere siano comunque insufficienti secondo un parametro di diligenza media, ben potrebbe ravvisarsi una colpa (semplice) dell'agenzia, la quale, tuttavia, ai sensi dell'art. 35-*bis* non sarebbe sufficiente per affermarne la responsabilità.

In queste ipotesi è evidente che, quantomeno astrattamente, vi sarebbe spazio anche per una responsabilità per semplice colpa, poiché un conto è, ad esempio, omettere del tutto i controlli sulla provenienza delle informazioni utilizzate e un conto è, invece, non porre in essere i controlli che il professionista medio svolgerebbe in ragione della natura dell'attività esercitata. Nel primo caso si sarebbe senza dubbio in presenza di una colpa grave dell'agenzia, nel secondo, invece, potrebbe distinguersi tra colpa grave e colpa semplice alla luce delle circostanze del caso concreto e, in particolare, del tipo di controllo omesso.

Quanto detto finora non esaurisce però la riflessione sul contenuto del concetto di colpa grave dell'agenzia di rating, ma circoscrive semmai le ipotesi in relazione alle quali una riflessione intorno ai confini (del dolo e) della colpa grave può avere un qualche rilievo.

Sono note, del resto, le difficoltà che si incontrano nel voler definire, in termini assoluti e statici, il concetto di colpa «grave». In generale può dirsi che essa rappresenta «l'omissione di una cautela che di solito nessuno trascura», nonostante anche questa definizione presti il fianco a numerose critiche nella sua applicazione pratica, mostrandosi alle volte eccessivamente restrittiva, poiché troppo limitante nel confinare la colpa grave ai soli casi di negligenza macroscopica <sup>(540)</sup>. In questo senso, dunque, se le negligenze macroscopiche rientrano senz'altro nel concetto di colpa grave, occorre precisare che anche negligenze non così manifeste possono rappresentare una violazione della soglia di diligenza minima nella quale, solitamente, si ravvisa la colpa grave <sup>(541)</sup>, secondo una valutazione da farsi, ancora una volta, alla luce delle circostanze del caso concreto.

Tuttavia, nonostante il concetto di colpa grave rischi di risultare estremamente evanescente se non si tengono presenti le specifiche circostanze di fatto, occorre rilevare che qualche indicazione su come debba intendersi la colpa grave dell'agenzia di rating viene fornita direttamente dal nuovo Regolamento UE n. 462/2013 che, all'art. 35-*bis*, par. 4, si cura di precisare che il termine «colpa grave», unitamente ad altri termini utilizzati nella medesima disposizione (quali, ad esempio, «danno», «intenzione» e «affidamento ragionevole») ma non espressamente definiti, «sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato». Ebbene, è chiaro che, se fosse il diritto italiano ad essere applicabile

---

<sup>(540)</sup> P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, cit., 44.

<sup>(541)</sup> C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 579, definisce la colpa grave come «la violazione della diligenza minima» richiesta al soggetto agente.

al caso esaminato, il concetto di colpa grave, di cui si serve l'art. 35-*bis*, non potrebbe che essere interpretato alla luce di quanto prevedono l'art. 1176, c. 2, e, specialmente, l'art. 2236 c.c. in materia di diligenza e perizia nello svolgimento di attività professionali <sup>(542)</sup>.

È utile, infatti, rammentare che l'art. 35-*bis* adotta una soluzione analoga a quella prevista, nel nostro ordinamento, dall'art. 2236 c.c., in materia di contratto d'opera intellettuale. Tale norma prevede, infatti, che «se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera non risponde dei danni, se non in caso di dolo o colpa grave».

Da questo punto di vista, la limitazione contenuta all'art. 35-*bis*, si sovrapporrebbe a quella prevista dall'art. 2236 c.c. in un numero ben nutrito di ipotesi. Nonostante, infatti, la *subscription* al sito internet dell'agenzia di rating non sia riconducibile al tipo del contratto d'opera intellettuale, tale norma parrebbe comunque astrattamente applicabile all'attività di rating in ragione della sua natura schiettamente professionale. L'art. 2236 c.c. è, infatti, da sempre ritenuto applicabile anche in ambito extracontrattuale qualora l'illecito aquiliano derivi dallo svolgimento di un'attività professionale <sup>(543)</sup> e lo è, a maggior ragione, in presenza di un rapporto obbligatorio tra investitore e agenzia di rating, a prescindere dalla qualificazione data al contratto, poiché viene comunque in rilievo la professionalità di una delle parti. Per tale motivo, in assenza dell'art. 35-*bis*, o qualora questa norma dovesse ritenersi inapplicabile, la responsabilità dell'agenzia di rating sarebbe comunque limitata ai soli casi di dolo o colpa grave, laddove però l'attività in concreto svolta implichi la soluzione di problemi di speciale difficoltà.

La portata della limitazione contenuta all'art. 35-*bis* sembrerebbe, in questo senso, quantomeno stando al suo tenore letterale, più ampia di quella prevista dall'art. 2236 c.c., posto che la prima norma esclude *sempre* la responsabilità dell'agenzia di rating per semplice colpa e non soltanto quando questa si trovi ad affrontare «problemi tecnici di speciale difficoltà», come invece richiede l'art. 2236 c.c.

Ad ogni modo, anche volendo dare all'art. 35-*bis*, par. 1, un'interpretazione che vada oltre (ma non contro) il suo tenore letterale, quale quella che verrà proposta subito appresso, è evidente la limitata autonoma rilevanza dell'art. 2236 c.c. nella materia che ci occupa, posto che, secondo quanto si è appena osservato, l'ambito di operatività della disposizione richiamata rimane, nella maggior parte dei casi, sostanzialmente assorbito alla previsione del primo comma del nuovo art. 35-*bis*. A ben vedere, però, la *ratio* sottostante alle due norme citate sembra essenzialmente la medesima, tanto da far sorgere l'interrogativo se si possa utilmente fare ricorso all'elaborazione dottrinale formatasi intorno alla prima al fine di comprendere meglio quali possano essere i riflessi pratici dell'operare della seconda e, in particolare, quando sia ravvisabile una colpa grave dell'agenzia di rating per violazione della disposizioni contenute nel Regolamento CE n. 1060/2009.

È noto, al riguardo, che limitazione di responsabilità di cui all'art. 2236 c.c. trova la sua giustificazione nell'esigenza di fornire una maggiore tutela a coloro che svolgono professioni comportanti l'assunzione di particolari rischi, ovvero l'esecuzione di attività particolarmente complesse, al fine di evitare che, per paura di incorrere troppo facilmente

---

<sup>(542)</sup> Ritengono che l'espressione «colpa grave» ex art. 35-*bis* debba essere interpretata conformemente all'art. 2236 c.c. anche M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 160.

<sup>(543)</sup> G. CATTANEO, *La responsabilità medica nel diritto italiano*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 11.

in responsabilità, il professionista decida di rifiutare l'esecuzione della prestazione o comunque di non accettare l'incarico <sup>(544)</sup>.

Ebbene, non pare potersi dubitare che l'attività di rating si presti a essere astrattamente ricondotta tra le attività che possono comportare l'assunzione di un elevato livello di rischio, o comunque una certa incertezza circa il buon esito dell'incarico, dato l'elevato grado di perizia richiesto per il suo svolgimento, analogamente a quanto accade per le professioni intellettuali di cui agli artt. 2229 ss. c.c.

Come si è accennato in precedenza <sup>(545)</sup>, l'attività di rating, anche quando abbia ad oggetto strumenti finanziari di ridotta complessità (si pensi, ad esempio, ad un'obbligazione *plain vanilla*) presenta, infatti, elevati margini di incertezza ed è comunque in grado di produrre un rilevante impatto sull'andamento dei prezzi sul mercato finanziario. Da un lato, il rispetto delle metodologie di rating e delle più avanzate tecniche in materia di valutazione del merito di credito di emittenti e *asset* non è di per sé in grado di garantire la correttezza del giudizio di rating, dall'altro, il giudizio di rating ben potrebbe essere corretto nonostante la presenza di errori e negligenze nell'espletamento dell'incarico. In ogni caso, il rating viene valutato dal mercato quale *nuova informazione* e, pertanto, può essere riflesso nel prezzo dei titoli dell'emittente.

A ciò si aggiunga che la *continua evoluzione* dei prodotti finanziari in relazione ai quali è stata o è richiesta una valutazione sul merito di credito – si pensi, ad esempio, a quando hanno fatto ingresso nei mercati finanziari i prodotti finanziari strutturati oggetto delle prime operazioni di cartolarizzazione – costringe le agenzie di rating a un costante aggiornamento e investimento per lo sviluppo di tecniche e metodologie adatte alle mutevoli esigenze del mercato e idonee a riflettere, in un servizio sempre aggiornato, l'accresciuta complessità dei prodotti finanziari in questione, con la conseguenza di rendere l'attività di rating particolarmente rischiosa. Sotto questo profilo, infatti, l'attività di rating non pare presentare significative differenze rispetto, ad esempio, all'attività medica, da sempre ricondotta nell'ambito di applicazione dell'art. 2236 c.c., sebbene, di primo acchito, la valutazione del merito di credito di imprese e strumenti finanziari possa sembrare quanto di più lontano ci sia dalla scienza medica. In entrambi i casi, infatti, il professionista (l'analista di rating o il dirigente sanitario) può trovarsi a dover fronteggiare problemi tecnici di speciale difficoltà – la valutazione di uno strumento finanziario nuovo particolarmente complesso o il trattamento di una patologia rara e poco conosciuta – per i quali le tecniche e le regole professionali di riferimento non offrono soluzioni univoche o prospettano l'adozione di accorgimenti tecnici ancora poco sperimentati e collaudati, in modo tale da giustificare, a livello normativo, un regime di responsabilità più favorevole al professionista, il quale non deve essere dissuaso, per paura di incorrere in responsabilità, dall'espletamento del proprio compito.

---

<sup>(544)</sup> Ritiene che il limite della colpa grave di cui all'art. 2236 c.c. sia giustificato dal fatto che esistono determinati mestieri particolarmente rischiosi, che «esigono particolare coraggio» e che non devono essere disincentivati per la paura di incorrere in responsabilità, anche P. FORCHIELLI, *Il problema della determinazione della colpa medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 106. Il medesimo Autore, in un successivo lavoro, precisa inoltre che «[l]'unico ragionevole tentativo per spiegare (non nel segno di un privilegio corporativo) il favore verso il professionista sembra dunque quello di supporre che il legislatore non voglia scoraggiare troppo il professionista dall'adottare nuove tecniche particolarmente delicate, e questo discorso può valere in modo speciale per la sperimentazione» (cfr. P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, cit., 45 s.). In argomento anche M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 226 ss.

<sup>(545)</sup> Sul punto si veda *supra*, capitolo 4, § 1.2.1.1.

Sulla scorta di tali considerazioni può dunque facilmente individuarsi, in maniera analoga a quanto si afferma in relazione all'art. 2236 c.c., la ragione che ha condotto all'introduzione nella disciplina europea della limitazione al dolo e alla colpa grave della responsabilità delle agenzie di rating. Quando venga svolta correttamente, infatti, l'attività di rating è in grado di rivestire un'importante funzione a beneficio degli emittenti, degli investitori e del mercato in generale, poiché aiuta gli emittenti a reperire capitali sul mercato, consentendogli di segnalare facilmente il proprio merito di credito; è d'ausilio all'assunzione di scelte di investimento sia da parte di investitori qualificati che da parte di piccoli investitori; contribuisce a colmare le asimmetrie informative naturalmente presenti sul mercato e ne incrementa la trasparenza, favorendo la corretta formazione dei prezzi e il generale buon andamento delle negoziazioni <sup>(546)</sup>. È, dunque, l'esigenza di non scoraggiare lo svolgimento di un'attività potenzialmente molto importante per il corretto funzionamento dei mercati (e parimenti molto rischiosa) a giustificare, in un'ottica di politica del diritto, la limitazione della responsabilità delle agenzie di rating ai soli casi di violazione dolosa o colposa delle regole che presiedono all'esercizio della loro attività professionale <sup>(547)</sup>.

Così ricostruita la *ratio* sottostante all'art. 35-*bis*, par. 1, rimane comunque da chiarire come operi in concreto tale limitazione e, specialmente, che riflessi abbia sul contenuto della diligenza richiesta all'agenzia.

La principale questione che si pone riguarda l'estendibilità alla responsabilità per colpa grave delle agenzie di rating delle considerazioni sviluppate dalla riflessione giuridica italiana in relazione all'art. 2236 c.c., in base alle quali il limite della colpa grave dovrebbe essere inteso non tanto come requisito di una diligenza superiore alla media, ma in relazione alla *perizia* richiesta per espletare l'incarico di cui trattasi. Se la ragione che giustifica la limitazione di responsabilità è, appunto, quella di evitare che l'agenzia di rating rifiuti di emettere le proprie valutazioni sul merito di credito per l'eccessiva rischiosità e complessità dell'attività che è chiamata a svolgere, così come è stato fatto in relazione all'art. 2236 c.c., anche con riferimento all'art. 35-*bis* potrebbe essere utile distinguere tra negligenza in senso stretto e perizia <sup>(548)</sup>, pur in assenza della precisazione contenuta nella norma codicistica, volta a circoscrivere la limitazione di responsabilità ai soli casi di risoluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà.

Sulla scorta del fatto che «ciò che (...) caratterizza la colpa professionale è quella particolare qualità della diligenza debitoria che non si limita alla mera tensione volitiva ad adempiere, ma si allarga al possesso ed alla applicazione di quelle attitudini e cognizioni

---

<sup>(546)</sup> In argomento si veda *supra*, capitolo 4, § 1.2.

<sup>(547)</sup> Cfr. considerando (33) al Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(548)</sup> La distinzione tra diligenza in senso stretto e perizia è chiara nella riflessione giuridica civilistica, non solo italiana. Al riguardo, anche per riferimenti, cfr. L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 122 ss. L'Autore, in particolare, ricorda che, nonostante non manchino coloro i quali negano autonomia al concetto di perizia, considerandolo ricompreso nel concetto di diligenza, può utilmente distinguersi, sulla scorta di quanto avviene, ad esempio, in Francia, Germania e Stati Uniti, tra la perizia, che sarebbe rappresentata dal non conoscere bene le modalità attraverso le quali svolgere la prestazione, e la negligenza vera e propria, che consisterebbe nel non svolgere correttamente la prestazione, pur sapendo come farlo. Nella giurisprudenza costituzionale si segnala la sentenza del 28 novembre 1973, n. 166, in banca dati *dejure*, che, sulla scorta della distinzione tra diligenza e perizia, riconduce solo quest'ultima all'ambito di applicazione dell'art. 2236 c.c. In argomento per brevissimi cenni C. GIAMMARINARO, *Gravità della colpa, perizia e diligenza nell'attività medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 117. In argomento si veda anche M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 226 ss., secondo il quale nell'ambito delle professioni intellettuali «la colpa risulta dalla mancanza della professionalità necessaria» e, quindi «dall'assenza della perizia richiesta per eseguire il compito» (*ivi*, 227).

tecniche che, normalmente, nelle comuni prestazioni è irrilevante»<sup>(549)</sup>, si è sostenuto che, mentre l'art. 1176, comma 2, c.c., non distingue tra diligenza e perizia, poiché si limita a fare riferimento alle «qualità tecniche che l'obbligazione richiede nel debitore per essere adempiuta», l'art. 2236 c.c. richiederebbe una valutazione meno rigorosa esclusivamente con riferimento alla perizia<sup>(550)</sup>: nel caso in cui la prestazione da rendere sia particolarmente difficile, infatti, si comprende perché si valuti con minor rigore la padronanza delle regole e delle tecniche della professione in questione e non tanto la mera diligenza.

Un'interpretazione di questo tipo sul significato del sintagma «colpa grave» nel dettato dell'art. 35-*bis* è, tuttavia, limitativa del dato testuale che, come si è più volte ricordato, non prevede che l'agenzia di rating risponda per dolo o colpa grave solamente quando l'agenzia si trovi a risolvere problemi di speciale difficoltà. È pur vero che essa sembrerebbe confortata dalla prima parte del considerando (33) al Regolamento UE n. 462/2013, là dove precisa che il criterio di colpevolezza adottato pare 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» le quali possono «tradursi in risultati differenti senza che nessuno possa considerarsi errato». Tuttavia, è altresì vero che l'esigenza di non esporre le agenzie di rating a una responsabilità potenzialmente illimitata, se non nei casi di dolo e colpa grave, parimenti menzionata dal considerando (33), contribuisce a sorreggere un'interpretazione letterale dell'art. 35-*bis*, e che, sulla scorta di tale considerazione, potrebbe ritenersi ragionevole interpretare la colpa grave non solo come mera grave imperizia, ma anche come grave imprudenza e negligenza.

Ciò nonostante, pare comunque preferibile un'interpretazione che, senza tradire il dato testuale, limiti la rilevanza della colpa grave dell'agenzia di rating alla sola imperizia grave, in conformità alla ricordata lettura dell'art. 2236 c.c., poiché meglio rispondente, da un lato, all'obiettivo di *deterrence* di possibili condotte illecite dell'agenzia di rating, che è alla base, unitamente a quello della compensazione del danneggiato, della generale previsione di fattispecie di responsabilità per illeciti che si realizzano sui mercati finanziari, e dall'altro, a un altro dei principali obiettivi della disciplina europea dell'attività di rating che, come chiarisce il considerando (32) al Regolamento UE n. 462/2013, è rappresentato dall'esigenza di garantire che «i rating del credito emessi siano indipendenti e di qualità adeguata».

La colpa grave dell'agenzia può, dunque, essere rappresentata da una grave negligenza intesa quale grave imperizia, in ragione della natura marcatamente professionale dell'attività di valutazione del merito di credito. Ai fini del raggiungimento dei summenzionati obiettivi di *deterrence* e qualità dei giudizi di rating è preferibile, infatti, interpretare la limitazione di responsabilità di cui all'art. 35-*bis* tenendo conto della distinzione teorica tra diligenza e perizia, esonerando l'agenzia da responsabilità per colpa semplice solamente nel caso in cui ad essa sia rimproverabile una grave incompetenza e un'insufficiente padronanza delle regole tecniche che presiedono allo svolgimento della propria attività professionale, dando quindi rilievo alla colpa grave solo in relazione alla componente della perizia, ossia alla «conoscenza tecnica, ch'è in costante evoluzione ed ha

---

<sup>(549)</sup> L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, cit., 122.

<sup>(550)</sup> L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, cit., 125 ss.

un ulteriore elemento di incertezza e d'imprevedibilità nella sperimentalità della sua evoluzione»<sup>(551)</sup>.

### 3.2. Considerazioni in merito al criterio della colpa oggettiva.

Alla luce di quanto detto finora, è comunque evidente che in relazione all'illecito dell'agenzia di rating debba adottarsi una nozione oggettiva di colpa, riconducibile all'inosservanza della diligenza richiesta nello svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito, sia pure con il limite della responsabilità per i soli casi di dolo e colpa grave.

Anche a non voler considerare le difficoltà cui andrebbe incontro l'adozione, nel caso in esame, della c.d. nozione soggettiva della colpa (in senso lato)<sup>(552)</sup>, per la

---

<sup>(551)</sup> L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, cit., 127. In argomento, sia pure per brevi cenni, cfr. anche M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 160, i quali osservano che, poiché l'espressione «colpa grave» di cui all'art. 35-bis, del Regolamento CE n. 1060/2009, dovrebbe interpretarsi conformemente all'art. 2236 c.c., «secondo l'orientamento oggi prevalente e condivisibile, [...] il fornitore del servizio [n.d.A. l'agenzia di rating] è in colpa se ha affrontato il proprio impegno senza adeguata perizia e senza piena diligenza, ma in caso contrario, non può essere chiamato a rispondere dell'eventuale mancato raggiungimento del risultato sperato». Inoltre, anche R. ROSAPEPE, *Intervento*, cit., 177, osserva, sia pure con riferimento all'analoga previsione contenuta nella proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che ha poi dato origine al Regolamento UE n. 462/2013, come la limitazione della responsabilità operata dall'art. 35-bis ai casi di negligenza grave, se strettamente intesa, parrebbe poco convincente. Pur senza suggerire un'interpretazione diversa della norma richiamata, l'Autore ritiene, infatti, che sarebbe stata preferibile l'adozione da parte del legislatore europeo di una norma affine al nostro art. 2236 c.c., poiché, la limitazione della responsabilità alla sola negligenza grave sembrerebbe sottintendere che, secondo la discutibile previsione dell'art. 35-bis, l'attività di valutazione del merito di credito sarebbe «sempre particolarmente difficile anche quando – tanto per fare un esempio – si sottopongono a valutazione titoli di un emittente ben noto all'agenzia». Si veda, infine, anche M. MAUGERI, *Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra "tentazioni" pubblicistiche ed enforcement privatistico*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 268, secondo il quale, al fine di scongiurare il pericolo che, in ragione di un regime di responsabilità troppo severo, l'agenzia di rating si trincerò dietro fenomeni di «defensive rating» si potrebbe ipotizzare «una fattispecie di responsabilità aquiliana la quale, pur lasciando intatti i canoni del dolo e della colpa grave quali criteri di imputazione dell'illecito (e quindi con soluzione assimilabile a quella domestica dell'art. 2236 c.c.) sia costruita tenendo conto, in ossequio al principio di vicinanza della prova, della normale difficoltà dell'investitore di accedere alle informazioni necessarie per articolare compiutamente la propria domanda processuale».

<sup>(552)</sup> In passato la dottrina ha vivacemente discusso sull'opportunità di adottare una nozione oggettiva ovvero una nozione soggettiva del concetto di colpa. Quest'ultima, prevalente nella dottrina più risalente, ha ormai lasciato il passo alla prima. Secondo tale tesi la colpa «prescinde dalla cattiva volontà dal soggetto e dalla sua attitudine ad emettere lo sforzo diligente dovuto» e deve essere determinata dalla «inosservanza di un'obiettiva regola di condotta» che può derivare da una norma giuridica o dai canoni sociali e professionali ai quali dovrebbe conformarsi la condotta. Al riguardo si v. C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 575 s. La concezione soggettiva della colpa, alla quale si deve l'espressione «elemento soggettivo» dell'illecito, volto, appunto, a indicare il dolo e la colpa nell'illecito aquiliano, è stata, invece, sostenuta, seppur secondo differenti sfumature e accezioni, tra gli altri, da A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 139 s., che definisce la colpa «un *quid* soggettivo, e più precisamente un modo di essere psicologico» e, ancora, «uno stato d'animo difforme da quello che suole ricorrere negli individui provvidi ad evitare gli effetti perniciosi (danni)». Pertanto, «può dirsi esservi colpa così quando non è stata impiegata quella tensione delle facoltà mentali che avrebbe fatto prevedere il danno prevedibile, come quando, pur essendosi previsto il danno, non si è dato alla propria energia volitiva quell'indirizzo che, al fine di evitare il danno, sarebbe stato necessario» (*ivi*, 142). In tal senso sembra anche G. CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, cit., 185 ss., il quale, pur ammettendo che «rimane largamente predominante l'opinione che la diligenza debba essere determinata oggettivamente, cioè prescindendo dalle caratteristiche psicofisiche del soggetto agente», ritiene che non dare rilievo alle doti individuali nella valutazione della diligenza crei, in sostanza, una forma di responsabilità oggettiva (*ivi*, 205 e 215) e che le doti

problematicità di un'indagine volta ad accertare lo stato psicologico dei soggetti, operanti in seno all'agenzia di rating, ai quali sia concretamente riferibile la condotta o l'omissione dalla quale è scaturito il rating errato, anche in ragione degli ostacoli alla loro identificazione<sup>(553)</sup>, si osserva, infatti, che la nozione obiettiva di colpa, disancorata dalla volontà del soggetto agente e dalla sua capacità e propensione a tenere lo sforzo diligente dovuto, è ormai largamente predominante<sup>(554)</sup>.

Diventa, in questo senso, di preminente importanza l'individuazione delle norme o delle regole che si assumono in concreto violate. Qualora, come si è accennato in precedenza, la colpa dell'agenzia di rating possa considerarsi «specificata», poiché data dalla inosservanza di una precisa norma giuridica, in presenza della prova di siffatta violazione, e della sua incidenza causale rispetto al danno verificatosi, il giudice non potrà escludere la responsabilità dell'agenzia di rating. Da una prospettiva extracontrattuale infatti – ma il risultato è sostanzialmente il medesimo qualora possa ritenersi sussistente un rapporto obbligatorio tra agenzia di rating e investitore, alla luce delle considerazioni che verranno svolte in seguito circa la distribuzione dell'onere della prova tra le parti (si v. *infra*, §§ 6. e 6.1. di questo capitolo) – «il danneggiato deve dimostrare la norma violata ed il giudice deve

---

individuali, specie se sono inferiori a quelle dell'uomo medio, impongano «al soggetto di agire diversamente da come avrebbe agito l'individuo mediamente dotato, o inibendogli del tutto certi comportamenti o permettendoglieli solo con l'ausilio di ulteriori cautele» (*ivi*, 217), poiché, in sostanza, «colpevolezza significa rimproverabilità dell'atto» (*ivi*, 240). In argomento si vedano anche M. BUSSANI, *La colpa soggettiva. Modelli di valutazione della condotta nella responsabilità extracontrattuale*, cit., 27 ss., e P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, cit., 53 s., secondo il quale il conflitto tra art. 1218 c.c. e art. 1176 c.c. sarebbe solamente apparente poiché andrebbe risolto non affermando l'esistenza di una responsabilità debitoria assoluta e oggettiva, ma a favore dell'art. 1176 c.c. «attesa la preminente collocazione sistematica di questa norma sull'altra».

<sup>(553)</sup> Cfr. sul punto S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 189 ss. L'Autrice si sofferma in particolare sulla possibilità di configurare il dolo e la colpa in capo alla società, persona giuridica, alla quale è addebitabile la diffusione di informazioni inesatte al mercato. Se la teoria dell'immedesimazione organica tra gli amministratori, organo della società, e la società stessa, conduce ad ascrivere alla seconda il dolo e la colpa ravvisabile in capo ai primi, la questione si complica notevolmente ogniqualvolta la negligenza, o comunque la condotta colposa, non sia ascrivibile a tutti gli amministratori (e, pertanto, all'organo strettamente inteso), poiché, ad esempio, la diffusione di determinate informazioni richiede la conoscenza di fatti dischiusi esclusivamente ad alcuni di essi. Una soluzione volta ad ovviare il problema dell'imputabilità alla società della diffusione dell'informazione inesatta al mercato, in presenza di tali circostanze, sarebbe rappresentata dall'adozione di una concezione elastica della teoria organica, che «consente di imputare alla società di appartenenza la conoscenza di ogni suo amministratore delegato cui siano stati attribuiti i poteri di volta in volta rilevanti, nel senso che possano essere considerati fonte delle funzioni il cui esercizio possa concretamente dare luogo alla conoscenza di un fatto determinante ai fini dell'applicazione del dovere di informazione continua o di altro dovere che presuppone la conoscenza di determinati fatti» (*ivi*, 191 s.). Con riferimento all'attività dell'agenzia di rating, è evidente, in ogni caso, che in forza dell'applicazione degli artt. 1228 e 2049 c.c. l'agenzia di rating risponderà dell'illecito commesso dai propri dipendenti e da ogni soggetto persona fisica di cui essa si avvalga nello svolgimento del proprio servizio e che, in ogni caso, in applicazione della teoria organica, essa risponde altresì dell'illecito compiuto dai propri amministratori che abbiano svolto un qualche ruolo nella pubblicazione e/o diffusione di un giudizio di rating errato o inesatto. Tuttavia, si rammenta che ben è possibile – e, anzi, talvolta è più verosimile – che le persone fisiche (dipendenti, amministratori etc.) ai quali è imputabile la condotta in concreto negligente rimangano non identificate e che ciò non precluda in alcun caso l'affermazione di una responsabilità in capo all'agenzia di rating. Sul punto l'Autrice citata (*ivi*, 159) osserva che «[s]e un'informazione è riferibile ad un determinato emittente indistintamente, il soggetto danneggiato potrà agire nei confronti dell'emittente a prescindere dalla individuazione della persona fisica responsabile materialmente della condotta illecita».

<sup>(554)</sup> Si veda C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 575 ss., il quale ricorda, difatti, che anche la giurisprudenza «basa il suo giudizio di colpa sulla non rispondenza del fatto a uno standard obiettivo di adeguatezza, misurato secondo criteri sociali e tecnici, senza che rilevi la buona o la cattiva volontà del soggetto» (*ivi*, 577).

constatare la inosservanza del precetto, senza procedere oltre nell'indagine sulla negligenza o sugli altri elementi della colpa»<sup>(555)</sup>.

In assenza di una colpa specifica sarà necessaria una ulteriore indagine volta ad accertare quali regole di diligenza (in senso lato) possano ritenersi non rispettate dall'agenzia di rating e quali doveri in concreto disattesi. È nell'ambito di tale giudizio che emerge chiaramente la rilevanza delle prescrizioni contenute nella normativa europea volte a regolare non soltanto l'attività di rating, ma soprattutto la corretta predisposizione, tenuta e revisione delle metodologie di rating e il loro rispetto, poiché esse costituiscono il parametro di riferimento da utilizzare nel valutare se la condotta dell'agenzia di rating ha rispettato i parametri *obiettivi* di condotta diligente esigibile. Questo poiché la colpa generica «esprime un giudizio di sintesi risultante dalla “qualificazione giuridica di un insieme di fatti”» che «è eseguito ponendo in rapporto il comportamento richiesto e quello tenuto, una volta verificatosi l'evento di danno» e «non è mai espressivo di un giudizio di riprovevolezza del comportamento soggettivo»<sup>(556)</sup>.

In questo senso, dunque, la colpa dell'agenzia di rating deve necessariamente essere intesa come colpa obiettiva, che può ritenersi integrata sia quando, sulla scorta di quanto prevede nell'ordinamento penale l'art. 43 c.p., sia ravvisabile la diretta violazione di una norma giuridica – poiché «l'accertamento di una violazione di legge è considerato di per sé naturalmente colposo senza che sia necessario avere riguardo alle condizioni psicologiche del danneggiante, in quanto la violazione di una norma che prescriba o vieti un determinato comportamento con funzione preventiva porta con sé un automatico giudizio di colpa»<sup>(557)</sup> – sia quando la condotta tenuta dall'agenzia di rating possa ritenersi obiettivamente distante dallo standard di diligenza ad essa applicabile alla luce della normativa di riferimento, delle metodologie di rating e delle regole e prassi di settore.

È proprio sotto l'angolo visuale della colpa oggettiva che, del resto, può apprezzarsi meglio la scelta del nuovo art. 35-*bis*, par. 1, del Regolamento CE n. 1060/2009, di ricolleghere la risarcibilità del danno da rating a un insieme di violazioni specifiche enumerate dall'allegato III, le quali rappresentano, infatti, singole ipotesi di scostamento dal modello di condotta delineato dal Regolamento stesso<sup>(558)</sup>.

#### 4. Il nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno all'investitore.

L'art. 35-*bis* non si sofferma a esaminare il problema del nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno all'investitore. Le uniche precisazioni contenute nel testo normativo richiamato afferenti alla sfera della causalità e della sua prova sono infatti quelle che richiedono all'investitore di provare l'impatto dell'infrazione commessa dall'agenzia di rating sul rating medesimo<sup>(559)</sup>, attraverso elementi informativi precisi e dettagliati, e,

---

<sup>(555)</sup> M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 184.

<sup>(556)</sup> M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 193.

<sup>(557)</sup> S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 195 s.

<sup>(558)</sup> Del resto, già prima dell'emanazione del Regolamento UE n. 462/2013, che ha previsto la responsabilità delle agenzie di rating per le violazioni individuate dal neo-introdotta allegato III al Regolamento CE 1060/2009, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 161, aveva osservato che la violazione delle puntuali disposizioni in materia di organizzazione e svolgimento attività di rating dettate dal Regolamento CE n. 1060/2009 indicava di regola la negligenza dell'agenzia.

<sup>(559)</sup> Anche la proposta di regolamento del 15 novembre 2011 conteneva una previsione analoga. Si rammenta al riguardo che, secondo A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 83, in tale previsione sarebbe ravvisabile l'elemento della causalità («[a]s for the causality element, the proposed article requires that



soprattutto, quelle che richiedono all'investitore di provare di aver ragionevolmente riposto affidamento su un rating del credito nell'assunzione della decisione di investire, detenere o cedere lo strumento finanziario oggetto del rating (cfr. art. 35-*bis*, parr. 1 e 2).

La formulazione attuale della norma non sembra dunque particolarmente esaustiva sul punto – anzi, per certi versi, secondo quanto si dirà più avanti, sembra, invero, molto problematica – e, infatti, una compiuta analisi del problema del nesso di causalità tra giudizio e di rating e danno all'investitore non può che prescindere, quantomeno in un primo momento, dalle indicazioni fornite dal legislatore europeo e prendere le mosse dall'esame dei meccanismi di produzione del danno da rating sul mercato finanziario.

La norma richiamata sembrerebbe, infatti, aver inteso la prova del nesso di causalità innanzitutto quale prova dell'affidamento riposto dall'investitore sulla correttezza del giudizio di rating, in tal modo risentendo, inevitabilmente, dell'influenza di concezioni dottrinali che, sia negli Stati Uniti che in Italia, riconducono il danno da rating al danno da informazione (finanziaria) inesatta e che enfatizzano l'elemento della *reliance* (i.e. dell'affidamento) nella struttura del legame eziologico. Tuttavia, tale ricostruzione si mostra, per i motivi che verranno diffusamente esposti in seguito, assai riduttiva.

Nella riflessione giuridica italiana in materia di diffusione di informazioni inesatte prima e danno da rating poi, l'affidamento dell'investitore sulla correttezza dell'informazione (o del giudizio di rating), posto alla base della scelta di acquistare, vendere o detenere uno strumento finanziario, è da sempre considerato elemento fondante del nesso di causalità tra la condotta di chi fornisce l'informazione o il rating al mercato e il danno patito dall'investitore. Si è soliti affermare, ad esempio, che «l'investitore dovrebbe provare che sarebbe stato disincentivato se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, e non avrebbe quindi acquistato gli strumenti finanziari dell'emittente»<sup>(560)</sup>. In altre parole, il nesso di causalità viene ravvisato nel fatto che l'informazione inesatta o, per quanto qui di interesse, il rating errato, hanno indotto l'investitore a compiere una particolare scelta di investimento – acquistare, cedere o continuare a detenere uno

---

the infringement has an impact on the credit rating»). Senza dubbio, il fatto che la negligenza dell'agenzia sia consistita nell'emissione di un rating errato – e che quindi il rating diffuso al pubblico non corrisponda a quello che sarebbe stato emesso se l'attività di valutazione del merito di credito fosse stata corretta – rientra nell'ambito di accertamento dell'elemento della causalità, ma tuttavia non lo esaurisce. Esso ne costituisce, per così dire, una premessa, posto che l'inadempimento dell'agenzia, per arrecare danno all'investitore, deve riverberarsi sul giudizio di rating, sul quale poi l'investitore farà affidamento o del quale, comunque, il mercato terrà conto nella formazione dei prezzi. Tuttavia, non sembra che il semplice impatto dell'inadempimento dell'agenzia sul giudizio in concreto pubblicato sia sufficiente a esaurire il discorso in materia di causalità tra condotta della società di rating e danno patito dall'investitore.

<sup>(560)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335. In tal senso sembrerebbero anche M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 646, che ritiene sussistente la responsabilità nei confronti degli investitori «che in buona fede avevano fatto affidamento sull'attendibilità della relativa valutazione, intraprendendo investimenti che non avrebbero effettuato – o avrebbero effettuato a diverse condizioni – qualora avessero realmente conosciuto l'effettiva situazione economico-patrimoniale della società valutata», e P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 162, il quale osserva, difatti, che «l'affidamento sembra [...] acquistare rilievo sul piano del nesso di causalità». Riconduce la responsabilità per danno da rating alla responsabilità «da affidamento» anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., spec. 765 e 774. In giurisprudenza, chiaramente nel senso di ritenere che il nesso di causalità tra condotta dell'agenzia di rating e danno patito dall'investitore faccia perno sull'affidamento riposto da quest'ultimo nella valutazione dell'agenzia di rating, si veda Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 470 s.; in *Danno e resp.*, cit., 183. Secondo la Corte, infatti, «l'investitore deve provare 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».

strumento finanziario già in suo possesso – che egli non avrebbe assunto in presenza di un’informazione o di un rating corretto.

Una tale interpretazione sembra risentire delle riflessioni in materia elaborate dalla dottrina e dalla giurisprudenza nordamericane. La *reliance* è infatti uno dei sei elementi fondamentali della responsabilità per *securities fraud* prevista dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e, in particolare, dalla *Rule 10b-5*. Come si è ricordato in precedenza <sup>(561)</sup>, al fine di far valere la responsabilità per violazione della *Rule 10b-5* nell’ordinamento statunitense, occorre infatti: (i) un *material misstatement* (o una *material omission* in presenza di un dovere di informazione), (ii) avvenuta in connessione con l’acquisto o la vendita di strumenti finanziari; (iii) che l’informazione inesatta (o l’omissione) sia stata fornita con dolo (*scienter*); (iv) che su di essa l’investitore abbia ragionevolmente fatto affidamento (*reliance*); (v) che possa ritenersi sussistente il nesso di causalità tra informazione e danno; e (vi) che vi sia un danno per l’investitore <sup>(562)</sup>. Anche nell’ordinamento statunitense, dunque, l’elemento della *reliance* sull’informazione inesatta diffusa al mercato costituisce un punto di contatto tra disciplina del mercato finanziario e disciplina della responsabilità civile, essendo un portato della più risalente tradizione giuridica di *common law* in materia di diffusione di informazioni inesatte, cristallizzata nel *Restatement (Second) of Torts*, che prevede espressamente il requisito dell’affidamento del soggetto danneggiato <sup>(563)</sup>.

Più nello specifico, l’elaborazione giurisprudenziale statunitense in materia di danno da informazione inesatta è approdata a una netta bipartizione del nesso di causalità basata sulla distinzione tra *transaction causation* e *loss causation*, entrambe necessarie ai fini della sussistenza del legame causale <sup>(564)</sup>. La *transaction causation* sarebbe, in sostanza, riconducibile al requisito dell’affidamento di cui si discorreva pocanzi: essa infatti consiste nell’affidamento riposto dall’investitore nell’informazione inesatta, sulla base della quale viene assunta la scelta di investimento o disinvestimento. In tal senso l’affidamento è, dunque, «causa» della «transazione» di cui trattasi <sup>(565)</sup>. In un primo momento della riflessione giuridica statunitense, la prova della *transaction causation* era ritenuta in grado di

---

<sup>(561)</sup> Sul punto si rimanda a quanto si è più approfonditamente detto *supra*, capitolo 2, § 2.3, spec. nota 170.

<sup>(562)</sup> D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (“PSLRA”)*, in 68 *Fordham L. Rev.* 1781, 2000, 1786; M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, in 63 *Ala. L. Rev.* 275, 2012, 277 ss. (spec. nota 20); A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, in *Berkeley Business Law Journal*, vol. 3, no. 2, 2006, 343, disponibile anche su <http://www.ssrn.com>; M.A. KITSON, *Controversial Orthodoxy: the Efficient Capital Market Hypothesis and Loss Causation*, in 18 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 191, 2012, 199; J.M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, in 67 *La. L. Rev.* 257, 2006, 261 ss. In argomento cfr. anche la nota sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti resa in relazione al caso *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341 s.; 125 S. Ct. 1627, 1631; 161 L. Ed. 2d 577, 585 (2005).

<sup>(563)</sup> Cfr. § 552 del *Restatement (Second) of Torts* del 1977, *Information Negligently Supplied for the Guidance of Others*. Si veda anche *supra*, capitolo 2, § 2.2., nota 135.

<sup>(564)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Journal of Corporation Law*, 2006, 834, disponibile anche su <http://lesliecaton.com/wordpress/wp-content/uploads/2012/01/5-Fox-FINAL.pdf>.

<sup>(565)</sup> Si vedano, ad esempio, M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, cit., 262; e C.R. KORSMO, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, in 25 *Wm. & Mary L. Rev.* 1111, 2011, 1122. Una delle prime sentenze a definire cosa debba intendersi per «affidamento» (*reliance*), ai fini della *Rule 10b-5* è stata resa in relazione al caso *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2d Cir. 1965), dove la Corte ha specificato che «the test of “reliance” is whether “the misrepresentation is a substantial factor in determining the course of conduct which results in (the recipient’s) loss”».

soddisfare quel minimo di legame causale necessario ad affermare che dalla diffusione o comunicazione di un'informazione inesatta fosse derivato un danno per l'investitore <sup>(566)</sup>. Tuttavia, anche sulla scorta del fatto che la perdita di valore dell'investimento può essere determinata da fattori completamente estranei all'oggetto dell'informazione diffusa al mercato, la giurisprudenza statunitense ha introdotto l'ulteriore requisito della *loss causation* – poi riconosciuto a livello legislativo dal PSLRA del 1995 <sup>(567)</sup> – ai fini della sussistenza del nesso eziologico tra *false and misleading information* e danno <sup>(568)</sup>. La prova della *loss causation*, che richiama la nozione di *proximate cause* (causa prossima) richiesta dal diritto dei *torts* statunitense ai fini della sussistenza del diritto al risarcimento del danno, richiede infatti all'investitore di dimostrare che il danno è stato effettivamente causato alla messa in circolazione dell'informazione inesatta e che pertanto la perdita subita è ad essa in qualche modo riconducibile <sup>(569)</sup>.

---

<sup>(566)</sup> R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, in 44 *Loyola University of Chicago Law Journal* 1509, 2013, 1514; A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 343. M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 835, ricorda che i primi segnali del fatto che la mera *transaction causation* non era più ritenuta sufficiente ai fini della sussistenza del nesso di causalità arrivarono immediatamente dopo la pronuncia resa in *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965). Infatti, già nel caso *Globus v. Law Research Serv., Inc.*, 418 F.2d 1276 (2d Cir. 1969), la Corte d'Appello aveva confermato le istruzioni al riguardo impartite dal giudice di prime cure alla giuria, secondo le quali, ai fini della sussistenza del diritto al risarcimento del danno, questa avrebbe dovuto verificare che parte attrice avesse fornito la prova del fatto che «he or she suffered damages as a proximate result of the alleged misleading statements and purchase of stock in reliance to them» (*enfasi aggiunta*).

<sup>(567)</sup> In argomento, tra coloro che menzionano l'introduzione dell'art. 21D(b)(4) da parte del *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 nel testo del *Securities Exchange Act* del 1934, J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in 60 *Bus. Law.* 533, 2005, 535; R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, cit., 1518 s.; A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 347 ss.; A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, in 63 *Bus. Law.* 163, 2007, 163 s.; M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 869. Sul tema diffusamente anche D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, cit., 1809 ss. La disposizione in parola, rubricata «Loss causation» richiede espressamente che parte attrice «shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant [...] caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages».

<sup>(568)</sup> La prima sentenza statunitense a introdurre la distinzione, anche terminologica, tra *transaction causation* e *loss causation* è stata resa nel caso *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974). Per un commento alla decisione citata si vedano, ad esempio, A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 343 ss.; e D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, cit., 1793 ss.

<sup>(569)</sup> Nel caso *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374, 380 (2d Cir. 1974), si afferma che la *loss causation* sarebbe ravvisabile quando «the misrepresentations or omissions caused the economic harm», mentre la *transaction causation* sarebbe integrata laddove «the violations in question caused the appellant to engage in the transaction in question». Si tratta di prime definizioni dai confini estremamente sfuggenti, che la giurisprudenza ha poi cercato di mettere a punto. La riflessione giurisprudenziale e dottrinale statunitense sul significato e sul contenuto della prova della *loss causation* è, invero, estremamente vasta. Generalmente si ritiene che la prova della *transaction causation* si risolva nella prova del fatto che l'investitore non avrebbe acquistato se non fosse stato a ciò indotto dalla diffusione di informazioni false o inesatte; mentre la prova della *loss causation* richiederebbe la prova aggiuntiva del fatto che la diminuzione del prezzo eccessivo pagato per l'acquisto del titolo, o l'innalzamento del prezzo successivamente a una vendita in perdita, sono «in some way reasonably related to the falsity of the statement that induced the purchase» (M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 837). In tal senso si è pronunciata anche la Corte Suprema degli Stati Uniti in *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336; 125 S. Ct. 1627; 161 L. Ed. 2d 577 (2005), in relazione al danno asseritamente subito da alcuni investitori, che avevano acquistato azioni della società Dura Pharmaceuticals, i quali ritenevano di essere stati lesi dalla diffusione da parte della società della notizia della presunta imminente approvazione per la messa in commercio di un nuovo strumento di terapia per l'asma, autorizzazione poi negata. Per un commento alla decisione e una ricostruzione dei fatti di causa si vedano A.

Già nella riflessione giuridica statunitense, tuttavia, è emersa la difficoltà di adattare il modello appena descritto ai casi in cui il danno da diffusione di informazioni inesatte si produce sui mercati finanziari, anche alla luce del fatto che l'informazione inesatta difficilmente è in grado da sola di indurre un investitore a compiere una determinata scelta di investimento, specie sul mercato secondario<sup>(570)</sup>. A ciò si aggiunga l'ulteriore difficoltà di adattare il requisito dell'affidamento allo strumento processuale della *class action*. L'affidamento, infatti, non può che essere individuale poiché riferito all'effettiva conoscenza dell'informazione da parte dell'investitore e all'influenza della stessa sul processo decisionale del singolo e, pertanto, esso mal si concilia con l'istituto della *class action*, tramite il quale vengono solitamente fatte valere le pretese risarcitorie fondate su una violazione della *Rule 10b-5*. Ciò ha spinto la giurisprudenza nordamericana all'adozione di una presunzione relativa, nota sotto il nome di *fraud-on-the-market theory*, della quale si è già accennato e in base alla quale è dato presumere l'elemento della *reliance* ogniqualvolta l'informazione inesatta abbia avuto un impatto sul prezzo del titolo acquistato, detenuto o venduto, e questo sia negoziato in un mercato efficiente<sup>(571)</sup>, a riprova delle difficoltà che si incontrano nell'applicare categorie concettuali tradizionali, quale quella della *reliance*, alle negoziazioni di mercato<sup>(572)</sup>. In caso di operazioni di compravendita effettuate in un

---

MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 352 ss.; A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, cit., 163 ss.; R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, cit., 1519 ss.; J.M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, cit., spec. 270 ss. La pronuncia della Corte era stata sollecitata da numerose decisioni discordanti di corti inferiori che interpretavano in maniera differente il contenuto dell'onere della prova gravante in capo all'investitore circa il nesso di causalità richiesto dalla *Rule 10b-5*. La somiglianza tra il concetto di *loss causation* e la *proximate cause* nel *tort of negligence* è ricordata anche da M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 840; e da D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, cit., 1794, secondo il quale l'associazione tra *loss causation* e *proximate cause*, nozione propria della *common law* statunitense, avrebbe creato particolare confusione nella determinazione di quali circostanze siano in grado di soddisfare il nesso di causalità nei casi di *securities fraud*.

<sup>(570)</sup> È chiarissimo in tal senso M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 831 ss. (spec. 840), dove osserva, facendo riferimento alla *transaction causation* e alla *loss causation*, che «these concepts had been originally developed in connection with causation determinations in cases based on traditional reliance. Traditional reliance-based cases, unlike fraud-on-the-market cases, involve the plaintiff establishing that defendant's misstatement induced the plaintiff to enter into what has turned out to be a losing transaction» e, proseguendo, chiarisce che «the twin concepts of transaction causation and loss causation are reasonably serviceable in helping to determine when causation is, and is not, present in an action for fraud based on traditional reliance. These twin concepts simply do not make sense in an action for fraud based on the fraud-on-the-market theory, however, because of the difference between the two kinds of actions in terms of the causal connections between misstatements and injury. The transaction causation requirement makes no sense in a fraud-on-the-market action since plaintiff is not required to show that she would not have purchased but for the defendant's misstatement. Indeed, often she would have» (*ivi*, 832).

<sup>(571)</sup> Cfr. *supra*, capitolo 2, § 2.3., e, per ulteriori chiarimenti, *infra*, § 7.1. In argomento, tra i tanti, M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 839, che riassume l'argomento utilizzato dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), ricordando che parte attrice può limitarsi a dimostrare «that the misstatement caused the price the plaintiff paid at time of purchase to be too high, an effect that can be presumed in the case of a material misstatement by an official of an issuer whose shares trade in an efficient market». La *reliance*, dunque, sarebbe dimostrata «just in the form of "reliance on the integrity of [the market] price" instead of reliance on the misstatement itself».

<sup>(572)</sup> D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, *Georgetown Law and Economics Research Paper No. 1026361*, 2007, 6, disponibile su [http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1042&context=fwps\\_papers](http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1042&context=fwps_papers), e su <http://www.ssrn.com>, ritiene infatti che la Corte Suprema nel caso *Basic v. Levinson* non si sia voluta affrancare dal requisito della *reliance* in relazione ai casi di danno verificatosi sul mercato finanziario «because this was now a time [...] by which 10b-5's roots in the common law of deceit were fairly deep, and fraud orthodoxy insists on proof of reliance».

mercato efficiente sarebbe dato presumere l'affidamento poiché, considerato che in un mercato efficiente i prezzi incorporano le informazioni pubblicamente disponibili, gli investitori compiono di regola le proprie scelte di investimento facendo affidamento sull'integrità dei prezzi di mercato, integrità che verrebbe compromessa dalla diffusione di informazioni inesatte<sup>(573)</sup>.

Ebbene, le soluzioni adottate dalla giurisprudenza e dalla dottrina statunitensi hanno senza dubbio influenzato, anche per ragioni di anteriorità, gli studi della dottrina italiana in materia di danno da informazione finanziaria inesatta, sia nel senso di attribuire valore fondante all'elemento dell'affidamento nella sussistenza del nesso di causalità, sia nel senso di consentire richiami e adattamenti alla *fraud-on-the-market theory* quale meccanismo agevolativo dell'onere probatorio del nesso eziologico a favore dell'investitore. E, dato il suo inquadramento dogmatico nell'ambito del danno da informazione finanziaria inesatta, queste considerazioni sono state riflesse nei primi studi che hanno affrontato il delicato tema del nesso di causalità nel danno da rating<sup>(574)</sup>.

Da un lato, il nesso eziologico è stato ricondotto alla circostanza che il rating inesatto abbia indotto l'investitore a compiere una scelta di investimento che altrimenti non avrebbe compiuto (o che avrebbe compiuto a condizioni diverse)<sup>(575)</sup>, dall'altro, è stata riconosciuta la difficoltà di provare un legame causale così strutturato, tanto da suggerire l'adozione di meccanismi presuntivi di agevolazione dell'onere probatorio<sup>(576)</sup>; e, da lì a invocare l'applicabilità della *fraud-on-the-market theory* al danno da rating, come è evidente, il passo è davvero breve.

Alla luce di tale elaborazione dottrinale e giurisprudenziale e di tale origine storica va dunque interpretata la previsione dell'art. 35-*bis* che, ai fini della sussistenza della

---

<sup>(573)</sup> Sul punto si veda più diffusamente *infra*, § 7.1. di questo capitolo.

<sup>(574)</sup> Cfr., al riguardo, L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., 465 ss. (spec. 467), il quale ritiene che, nonostante le critiche avanzate da più parti circa il fondamento economico della *fraud-on-the-market theory*, essa sia comunque da ritenersi valida e che la presunzione di affidamento ad essa ricollegabile possa essere invocata anche con riferimento alla diffusione dei giudizi di rating sul mercato. Si veda inoltre L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 209, la quale ritiene che l'affidamento degli investitori potrebbe presumersi dall'influenza del rating sul prezzo degli strumenti finanziari e che tale presunzione potrebbe essere disattesa qualora si mostri l'assenza di una correlazione tra prezzo di mercato del titolo e danno. Inoltre, ulteriori limiti all'operatività di tale presunzione potrebbero essere dati dall'efficacia temporale del rating, che non è indeterminata, e dal livello di efficienza del mercato di riferimento.

<sup>(575)</sup> Cfr. L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, cit., 286 s., là dove afferma che «la prova del ragionevole affidamento riposto dall'investitore nel giudizio dell'agenzia, per assumere la decisione di investire, detenere o cedere lo strumento finanziario valutato, è *condicio sine qua non* per dare fondamento giuridico alla richiesta risarcitoria». L'Autore, in un precedente lavoro (ID., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 420), aveva, tuttavia, fatto riferimento non soltanto all'influenza del rating sulla scelta di investimento ma anche all'influenza del medesimo sul valore del titolo. Si vedano, inoltre, G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335; e, più di recente, L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 208 s., secondo la quale «l'accertamento del nesso causale non può prescindere dalla dimostrazione [...] dell'appropriazione da parte dell'investitore del giudizio reso dall'agenzia di rating e dell'influenza esercitata sul suo comportamento finanziario», potendosi tuttavia fare riferimento «al presumibile comportamento ipotetico del soggetto appartenente a quella data tipologia di operatori di volta in volta presa in esame».

<sup>(576)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 420 s. M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 650, osserva al riguardo che il «far ricadere sugli investitori la dimostrazione che il comportamento dell'agenzia è stato causa immediata e diretta del pregiudizio patrimoniale subito assumerebbe [...] i veri e propri contorni di una *probatio diabolica*».

responsabilità dell'agenzia di rating, richiede l'esistenza di un ragionevole affidamento dell'investitore sul giudizio rilasciato da quest'ultima.

Ebbene, la scelta normativa europea e la riflessione giuridica condotta finora all'interno dei confini nazionali non sembrano pienamente soddisfacenti, specie se si considerano le criticità che l'adozione di una regola analoga ha evidenziato nell'ambito dell'ordinamento statunitense, sulle quali si avrà modo di soffermarsi in seguito (si v. *infra*, § 7.1.).

L'inflessibilità nell'esigere l'affidamento dell'investitore, a prescindere dal contesto nel quale si verifica l'operazione di acquisto o di vendita degli strumenti finanziari, mostra, del resto, non soltanto di non tenere conto dei reali processi decisionali degli investitori, ma anche di sottovalutare quale può essere l'effettiva incidenza causale della diffusione di un'informazione inesatta sul mercato rispetto al danno. È oramai generalmente riconosciuto che l'effettivo affidamento da parte dell'investitore su informazioni e rating inesatti diffusi al mercato è solo eventuale ed è ben possibile che il danno sia determinato esclusivamente da dinamiche di prezzo <sup>(577)</sup>, influenzate o meno dal giudizio dell'agenzia di rating. Non stupisce dunque che gli investitori non vengano a conoscenza di tutte le informazioni pubblicamente disponibili in relazione all'investimento che si accingono ad effettuare. È noto del resto che una vera e propria *reliance* è configurabile quasi esclusivamente in contesti di mercato nei quali il prezzo dello strumento finanziario non possa (ancora) essere considerato un adeguato segnale del valore dell'investimento, poiché, ad esempio, il titolo non è stato ancora negoziato. È verosimile pertanto che in relazione a offerte pubbliche di sottoscrizione, relative a strumenti finanziari di nuova emissione, l'attività di ricerca di informazioni relative all'emittente, o allo strumento finanziario considerato, sia maggiore, poiché in tali situazioni il prezzo dello strumento finanziario è fissato all'atto dell'emissione e non dipende in alcun modo da dinamiche di mercato.

In relazione alle operazioni di investimento effettuate sul mercato secondario, invece, il ruolo rivestito dalla *reliance* sembra, invero, particolarmente ridotto, se non addirittura nullo. L'affidamento su fonti informative quali il prospetto, le notizie diffuse dall'emittente o dalla stampa finanziaria, i comunicati stampa e i giudizi di rating, è, dunque, naturalmente maggiore in relazione a transazioni che hanno luogo sul mercato primario, come ad esempio nel caso di offerta pubblica di sottoscrizione, ovvero qualora la compravendita del titolo avvenga tra parti ben determinate, generalmente al di fuori di uno scambio di mercato <sup>(578)</sup>. Negli altri casi, una teoria della responsabilità per diffusione di

---

<sup>(577)</sup> In tal senso sembrerebbe anche J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 535.

<sup>(578)</sup> Secondo M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 831 s., «Fraud-on-the-market actions [...] are very different from traditional reliance-based actions. The plaintiff in a traditional reliance-based action is typically a purchaser involved in either a face-to-face transaction in shares of a non publicly traded issuer or an IPO. These are the only situations where plaintiffs are likely to be able to show traditional reliance. These are situations where there is no reason to assume that the price is an efficient one. In contrast, plaintiffs in fraud-on-the-market actions [...] are purchasers in active public secondary markets, where prices can be assumed to be efficient». In particolare, secondo l'Autore richiamato, il requisito della *loss causation* non avrebbe ragion d'essere in un caso di danno sul mercato finanziario secondario, perché il danno deriva direttamente dalla diffusione dell'informazione inesatta (*ivi*, 833). Occorre segnalare, tuttavia, che la rilevanza di fonti informative quali il prospetto e i giudizi di rating potrebbe essere maggiore qualora l'emissione sul mercato primario abbia ad oggetto titoli azionari invece che titoli di debito. Studi empirici relativi al mercato statunitense hanno, ad esempio, dimostrato che il prezzo dei titoli azionari al momento dell'emissione tende a essere inferiore rispetto al valore effettivo del titolo, mostrando quindi una minore efficienza informativa del mercato azionario stesso. Diversamente, nel caso di emissioni obbligazionarie, altri studi empirici, sempre relativi ai mercati nordamericani, avrebbero dimostrato che la differenza tra prezzo di

rating e altre informazioni inesatte sul mercato finanziario che faccia perno sull'elemento dell'affidamento si mostra lontana dalla realtà e, in alcune circostanze, perfino in aperto contrasto con essa.

L'affidamento a un rating inesatto o a un'informazione inesatta è, quindi, più facilmente immaginabile in reazione a operazioni di investimento sul mercato primario. Quando invece il titolo sia già negoziato su un mercato – più o meno efficiente – può ben immaginarsi che l'investitore basi la propria scelta di investimento innanzitutto sull'andamento del prezzo di mercato (senza necessariamente confidare nell'«integrità» del medesimo) e eventualmente si affidi non tanto a una particolare informazione diffusa al mercato, quanto piuttosto a soggetti professionali, in grado di assisterlo nelle proprie decisioni di investimento.

Sotto questo profilo, pare, dunque, importante evidenziare fin d'ora che la c.d. *reliance* o «affidamento», da un punto di vista strettamente logico, non è elemento *necessario* alla sussistenza del nesso di causalità tra rating errato e danno per l'investitore, bensì elemento *sufficiente*. Affidamento e influenza del rating inesatto sul prezzo del titolo, oltre che (e più che) elementi tra di loro sovrapponibili, paiono infatti da soli – e quindi anche in via alternativa tra loro – sufficienti a ritenere integrato il legame eziologico tra rating errato e danno <sup>(579)</sup>, poiché il nesso di causalità può ravvisarsi sia nel caso in cui l'investitore sia stato indotto dal rating a compiere una scelta di investimento, rivelatasi pregiudizievole, che egli altrimenti non avrebbe assunto, sia nel caso in cui, pur senza alcun affidamento da parte dell'investitore sul rating e, nelle ipotesi più estreme, senza che questi ne sia nemmeno venuto a conoscenza, il giudizio abbia influito sul prezzo del titolo acquistato (o venduto), comportando un esborso maggiore (o un profitto minore).

L'affidamento sulla correttezza del giudizio di rating è, dunque, solo uno dei possibili modi di manifestazione del nesso di causalità tra voto inesatto e danno patito

---

emissione e prezzo formatosi a seguito delle negoziazioni sul mercato secondario sarebbe ridotta e talvolta attribuibile più a una tendenza al rialzo dei prezzi sul mercato secondario che a una non corretta formazione del prezzo nel mercato primario (Al riguardo si veda M. KAHAN, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, in 89 *Nw. U. L. Rev.* 565, 1995, 576 s.). Nonostante tali studi abbiano esaminato mercati con caratteristiche anche profondamente diverse rispetto a quello italiano – basti pensare, ad esempio, all'elevata presenza di investitori istituzionali (*ivi*, 587), che nel mercato italiano operano, invece, in misura molto più ridotta –, le loro risultanze paiono comunque indicative della necessità di adoperare particolare cautela nel condurre una riflessione circa i possibili gradi e stadi di efficienza dei mercati del debito rispetto ai mercati azionari. Tuttavia, per quanto qui di interesse, anche qualora le risultanze di tali studi fossero interamente trasponibili sui mercati italiani ed europei, parrebbe potersi osservare che, nonostante un buon grado di efficienza informativa nel mercato primario, un ruolo importante verrebbe comunque rivestito da tutte quelle informazioni che vengono per la prima volta comunicate al pubblico al momento dell'emissione (tra le quali figurano, senz'altro, le informazioni contenute nel prospetto, nelle relazioni degli esperti e, ai nostri fini, specialmente i giudizi di rating), proprio perché il titolo è del tutto «nuovo» sul mercato.

<sup>(579)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 841, riconosce, ad esempio, che la presunzione introdotta dalla *fraud-on-the-market theory* non ha nulla a che fare con l'affidamento vero e proprio, anche in ragione del fatto che nei *fraud-on-the-market cases*, gli investitori di regola avrebbero comunque compiuto la scelta di investimento dalla quale è derivato il danno, anche se fossero stati a conoscenza dell'informazione in questione. Mancherebbe quindi un condizionamento vero e proprio delle scelte di investimento perché anche una vera e propria *reliance* sull'informazione non avrebbe presumibilmente indotto l'investitore ad agire diversamente. In senso analogo anche J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 535, dove concorda con il prof. Fox nel ritenere che la «transaction causation is logically irrelevant to this open market context (and, in fact, courts have quietly dispensed with it)».

dall'investitore <sup>(580)</sup>; e sotto questo profilo appare criticabile la scelta del legislatore europeo di menzionare esclusivamente la *reliance* nel testo dell'art. 35-*bis*.

È indubitabile, infatti, che anche qualora il rating inesatto abbia influito sul prezzo del titolo sia parimenti configurabile un rapporto causale tra il giudizio e il danno. Si pensi, per fare riferimento all'ipotesi di più verosimile verifica, alla diffusione di un rating eccessivamente ottimista che determini un innalzamento del prezzo al di sopra del suo valore «reale». In questo caso l'investitore si troverebbe a pagare un prezzo più alto rispetto a quello che avrebbe pagato se il rating fosse stato corretto e, anche qualora l'investitore non fosse stato a conoscenza del giudizio, è possibile che l'alterazione del prezzo dovuta al rating abbia prodotto un danno per il medesimo. Alla scoperta dell'erroneità del giudizio di rating, o di circostanze incompatibili con la valutazione espressa dell'agenzia, si assisterebbe verosimilmente a una diminuzione del prezzo del titolo (che andrebbe, in questo modo, ad avvicinarsi al suo valore reale), e alla realizzazione di una perdita per l'investitore che abbia nel frattempo continuato a detenerlo <sup>(581)</sup>.

Il danno per l'investitore può dunque essere cagionato sia dall'essersi affidato ad un giudizio di rating inesatto, sia dalla distorsione del prezzo del titolo causata dalla sua emissione, senza che le due circostanze appena descritte debbano necessariamente coesistere <sup>(582)</sup>.

---

<sup>(580)</sup> Significativa al riguardo è l'opinione espressa da D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 6, nel commentare la decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Basic v. Levinson*, la quale, come è noto, aveva ribadito la centralità della *reliance* nelle azioni promosse ai sensi della *Rule 10b-5*. Facendo riferimento in generale alla diffusione di informazioni inesatte e, in particolare, al caso affrontato dalla Corte, l'Autore osserva infatti che «the Court could have said that causation was the only requirement, with reliance as one (but not necessarily the only) way of demonstrating a causal link between the lie and harm to the plaintiff». L'opinione è ricordata e, sembrerebbe, condivisa anche da M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 297. In questo senso, nella dottrina italiana, con specifico riferimento, tra l'altro, proprio alle valutazioni delle agenzie di rating, sembrerebbe anche A. PERRONE, *Le società di rating*, cit., 1042, il quale, difatti, osserva che «il risultato finale tende parimenti a non cambiare anche prescindendo dalla prospettiva dell'affidamento e assumendo, piuttosto, l'angolo visuale dell'incidenza dei ratings sulla formazione del prezzo degli strumenti finanziari e della conseguente possibilità dell'investitore di sperire il rimedio aquiliano nei confronti di quanti abbiano contribuito alla formazione di un prezzo di mercato difforme rispetto al “valore intrinseco” dello strumento finanziario negoziato». In argomento cfr. infine anche A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 213, dove, con riferimento, più in generale, all'attività professionale degli analisti finanziari, osserva che essa è in grado di «produrre l'uno o l'altro o entrambi questi risultati (i) una percettibile incidenza sulla formazione del prezzo del titolo cui la dichiarazione o comunicazione si riferisce; e/o (ii) una induzione, rilevante per il diritto, a investire o disinvestire con riferimento a quel titolo».

<sup>(581)</sup> Al riguardo si veda più diffusamente *infra*, § 7.

<sup>(582)</sup> Ovviamente nel caso di loro coesistenza a maggior ragione dovrebbe affermarsi la sussistenza del nesso di causalità. In senso analogo a quanto sostenuto nel testo sembrerebbe anche G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 336 s., là dove afferma che, nel caso in cui si possa ritenere che l'investitore avrebbe comunque acquistato i titoli pur in presenza di un rating negativo, «l'investitore potrebbe invocare un nesso causale tra l'erronea valutazione dell'agenzia e la non corretta formazione del prezzo, e conseguentemente richiedere il risarcimento del danno, derivante dal pregiudizio per aver acquistato titoli ad un prezzo non corrispondente al loro “valore intrinseco”, in quanto “alterato” dalla condotta negligente di coloro che hanno rilasciato il rating», pur non sviluppando ulteriormente questo concetto. In tal senso sembra anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 815, la quale si limita a osservare che «l'investitore deve provare il nesso causale e cioè che non avrebbe investito (in tutto o in parte) nei titoli di quel determinato emittente se la valutazione diffusa dall'agenzia di rating fosse stata diversa da quella effettivamente comunicata ovvero che egli ha investito o disinvestito a condizioni diverse (e per lui pregiudizievoli) rispetto a quelle che sarebbero prevalse nel mercato, qualora il giudizio di rating, rivelatosi errato, non avesse inciso sul mercato stesso». In generale, con riferimento alla prova del nesso di causalità nel



In questo senso, non sembra cogliere nel segno chi ha ritenuto che l'affidamento non sia da solo sufficiente a stabilire un legame causale tra diffusione di un'informazione inesatta e danno, sulla scorta del fatto che il danno potrebbe essere del tutto slegato dal contenuto dell'informazione in questione, come avverrebbe nell'ipotesi in cui il *default* dell'emittente sia cagionato non già da una situazione economica e finanziaria instabile, precedentemente celata da un giudizio di rating eccessivamente ottimista, ma da elementi esterni all'emittente e del tutto accidentali, come, per assurdo, lo scoppio di una guerra. Le ipotesi nelle quali la perdita di valore dell'investimento non è dovuta tanto all'informazione inesatta diffusa, quanto piuttosto a circostanze di altra natura, dimostrerebbero, infatti, secondo questa opinione, che la *transaction causation* non è da sola sufficiente a stabilire il nesso di causalità necessario a fondare la pretesa risarcitoria <sup>(583)</sup>. Ebbene, in realtà ciò non è dovuto ad una presunta intrinseca insufficienza dell'affidamento e, corrispondentemente, della *transaction causation*, a stabilire un qualche nesso eziologico, quanto piuttosto al fatto che in ipotesi come quelle ricordate si assiste, a ben vedere, ad una interruzione del nesso causale e all'inserimento di una nuova serie causale da sola sufficiente a determinare il danno. A ciò si aggiunga, tra l'altro, che, nel nostro ordinamento, già la regola generale posta dall'art. 1223 c.c. in materia di causalità, applicabile sia in ambito contrattuale che in ambito extracontrattuale in forza del richiamo contenuto all'art. 2056 c.c., vale a escludere la risarcibilità di danni non «immediati» né «diretti» poiché cagionati da cause troppo «remote», i quali, pertanto, sia pure ricollegabili a un determinato evento per via di un legame di causalità materiale, non sono di certo da ricomprendere nell'ambito di operatività della causalità giuridicamente rilevante a fini risarcitori. Ne deriva che, sia alla luce delle regole generali in materia di causalità, che impongono di attribuire a ogni serie causale autonoma, inseritasi nell'evoluzione della fattispecie e da sola sufficiente a cagionare il danno, valore interruttivo del legame eziologico, sia alla luce dell'applicazione dell'art. 1223 c.c., nel nostro ordinamento sembrano perdere di rilievo gli argomenti che, nell'ordinamento statunitense, hanno condotto la dottrina e la giurisprudenza prevalenti a ritenere insufficiente la sola *transaction causation* ai fini dell'integrazione del nesso causale.

L'affidamento riposto nell'informazione inesatta o nel rating errato è, dunque, da solo sufficiente a stabilire il nesso di causalità tra la condotta di chi diffonde l'informazione e il danno patito dall'investitore, senza che sia necessaria un'ulteriore indagine volta ad accertare, ad esempio, se il danno effettivamente costituisca una concretizzazione del rischio celato dal rating inesatto o se la rettifica del giudizio precedentemente diffuso al mercato sia propriamente la causa della diminuzione del prezzo dell'investimento effettuato, fatta salva la prova dell'interruzione del nesso causale o dell'insussistenza di un danno immediato e diretto.

Parimenti, può immaginarsi la sussistenza del nesso di causalità anche qualora l'investitore non fosse a conoscenza del giudizio di rating, se la sua emissione o revisione (o comunque la scoperta della «verità» da parte del mercato) abbia prodotto un'alterazione del prezzo del titolo. Gli scenari possono essere molteplici. Lo scenario più verosimile, al quale si è già fatto riferimento, è quello in cui un rating eccessivamente favorevole abbia determinato un aumento fittizio del prezzo del titolo, poi diminuito a seguito della

---

giudizio di responsabilità nei confronti degli analisti finanziari, posizione analoga è espressa da A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 250.

<sup>(583)</sup> J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 537 s., ad esempio, ritiene necessaria la prova della *loss causation* anche nei casi di danno sul mercato, dove non è ravvisabile alcun affidamento vero e proprio sull'informazione inesatta diffusa, posto che il deprezzamento del titolo ben potrebbe essere dovuto a fattori diversi rispetto alla sua diffusione.

revisione del rating o dell'emergere di circostanze incompatibili con il voto rilasciato. Tuttavia è ipotizzabile anche lo scenario opposto, nel quale un rating eccessivamente pessimista abbia depresso il prezzo del titolo. Oltre al danno eventualmente patito dall'emittente, potrebbe, infatti, configurarsi un danno per l'investitore che abbia ceduto lo strumento finanziario a un prezzo inferiore a quello che altrimenti egli avrebbe potuto ottenere sul mercato.

Se anche in queste ipotesi può dunque ritenersi integrato il nesso eziologico tra giudizio di rating e danno, il problema principale diviene quello di determinare quale sia l'oggetto della prova richiesta all'investitore, tanto è vero che, proprio a questo proposito, la giurisprudenza e la dottrina statunitensi si sono chieste se sia sufficiente la prova di un'alterazione del prezzo del titolo – solitamente nella forma di un incremento iniziale – a seguito della diffusione della notizia inesatta, o se invece sia richiesto anche qualcos'altro.

Più nello specifico, appurato che dal punto di vista sostanziale il nesso di causalità, quale elemento costitutivo dell'illecito dell'agenzia di rating, può assumere diverse configurazioni, ed essere, dunque, alternativamente costituito dall'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio reso noto al pubblico ovvero da un'alterazione del prezzo dello strumento finanziario cui il giudizio in qualche modo si riferisce, occorre determinare quali regole presiedano alla prova di tali circostanze. Del resto, sono proprio i profili probatori del nesso di causalità a svolgere un ruolo decisivo ai fini dell'effettività della tutela riconosciuta all'investitore.

Su tali aspetti e sulla necessità di tenere in debita considerazione, nell'accertamento del nesso di causalità, la dinamica di produzione del danno da rating nella sua dimensione *temporale*, si tornerà, dunque, in seguito, quando si analizzeranno i profili attinenti all'efficacia nel tempo dei giudizi di rating e si esamineranno con maggiore dettaglio le problematiche attinenti alla prova del nesso di causalità (si veda *infra*, §§ 7. ss. di questo capitolo).

Per il momento, tuttavia, l'analisi condotta finora ci consente di ritenere criticabile la scelta del legislatore europeo di fare esclusivo riferimento nel testo dell'art. 35-*bis* all'elemento dell'affidamento sul voto di rating, così come criticabile appare la scelta di non introdurre espressamente nel dettato normativo alcun meccanismo agevolativo della prova del nesso di causalità tra rating inesatto e danno da parte dell'investitore.

L'art. 35-*bis* da un lato, infatti, si limita a richiedere all'investitore la prova di essersi ragionevolmente affidato al rating – nel senso di non essersi esclusivamente o meccanicamente affidato al giudizio dell'agenzia per la valutazione del merito di credito di un emittente o di uno strumento finanziario, secondo la definizione di «eccessivo affidamento» fornita dall'art. 5-*bis*, par. 1, Regolamento CE n. 1060/2009, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, richiamata dallo stesso art. 35-*bis* – o quantomeno di aver adoperato la dovuta diligenza nell'assunzione della propria scelta di investimento; dall'altro non sembra aver preso una posizione decisa sui meccanismi di agevolazione probatoria a disposizione degli investitori, tacendo del tutto sul punto.

Potrebbe forse sostenersi, con riferimento al primo dei problemi menzionati, che il testo dell'art. 35-*bis* faccia riferimento, in realtà, solo a una delle possibili configurazioni del nesso eziologico tra giudizio di rating e danno, nulla vietando che questo venga provato altrimenti. Tuttavia, un'interpretazione così radicale finirebbe per svilire la scelta del legislatore europeo di richiedere comunque la prova dell'affidamento riposto dall'investitore sul giudizio di rating, che, pertanto, pur se interpretato in termini più

estensivi rispetto ad un condizionamento decisivo sulle scelte di investimento, non può essere completamente espunto dal testo normativo.

Più convincente sembrerebbe semmai ritenere, valorizzando il riferimento contenuto nel testo dell'art. 35-*bis* alla ragionevolezza dell'affidamento e, specialmente, al fatto che la sua prova può essere sostituita dalla prova della dovuta diligenza nell'assunzione della scelta di investimento, che la prova della *reliance* debba essere intesa in senso lato, come prova del non aver avuto ragione per dubitare della correttezza del giudizio di rating o, addirittura, come prova di aver adeguatamente ponderato la scelta di investimento, a prescindere da un effettivo condizionamento o addirittura dall'effettiva conoscenza da parte dell'investitore del giudizio di rating.

Tuttavia, quest'ultima interpretazione, sebbene particolarmente attrattiva poiché maggiormente rispondente alle possibili configurazioni concrete del nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno, non eviterebbe un'ennesima forzatura del dato testuale, visto che è la prova della ragionevolezza *ex* art. 5-*bis* a poter essere sostituita con la prova della dovuta diligenza, non la prova dell'affidamento in sé <sup>(584)</sup>, tanto che risulterebbe più adatta a indirizzare una proposta di riforma in una prospettiva *de jure condendo* che a orientare l'effettiva applicazione, sia pure estensiva, del testo normativo in vigore.

La lacunosità del testo dell'art. 35-*bis* e la necessità di un ulteriore intervento di riforma sono infine rese ulteriormente evidenti dal fatto che i parr. 1 e 2 della norma citata richiedono la prova del ragionevole affidamento dell'investitore *sul rating dello strumento finanziario* oggetto dell'operazione di acquisto o vendita, senza tenere conto del fatto che quest'ultimo potrebbe non essere presente, che l'affidamento ben potrebbe essere stato riposto sul rating dell'emittente e, circostanza non meno importante, che anche quest'ultimo è in grado di incidere sul prezzo degli strumenti finanziari oggetto del contratto di investimento. Tuttavia, questa sembra più una svista del legislatore europeo che una sua scelta consapevole.

#### 4.1. (*Segue*) L'applicazione dell'art. 1227 c.c. all'investitore.

L'eventualità del concorso colposo del creditore/danneggiato assume nella prospettiva del giudizio sulla responsabilità dell'agenzia di rating una rinnovata importanza alla luce del fatto che il nuovo art. 35-*bis*, par. 1, c. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, prevede espressamente che l'«investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5-*bis*, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito».

La norma in questione sembra costituire, già a un primo sguardo, un'applicazione alla materia di cui trattasi del precetto generale previsto nel nostro ordinamento dall'art.

---

<sup>(584)</sup> La versione inglese del testo normativo è più chiara al riguardo: «an investor may claim damages under this Article where it establishes that it reasonably relied, in accordance with Article 5a(1) or otherwise with due care, on a credit rating for a decision to invest into, hold onto or divest from a financial instrument covered by that credit rating». Del resto, anche con riferimento all'analoga previsione di responsabilità contenuta nella proposta di regolamento del 15 novembre 2011, poi trasposta – sia pure con qualche modifica – nell'attuale art. 35-*bis*, si era affermato che la *reliance* era un elemento necessario della figura di illecito ivi descritto. Si veda al riguardo A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 83, secondo la quale «the proposed Regulation adds the element of reliance in the sense that the investor may bring an action only if he or she relied on the rating in question».

1227, comma 1, c.c., disposizione da ricondursi nell'ambito del concorso e che costituisce un'ipotesi speciale rispetto a quelle considerate dall'art. 2055 c.c., poiché, in questo caso, è proprio il creditore/danneggiato a contribuire a cagionare l'evento di danno così come verificatosi <sup>(585)</sup>; mentre il successivo secondo comma dell'art. 1227 c.c. attiene a una fattispecie diversa e, in particolare, alla determinazione del danno risarcibile in presenza di un'inerzia colposa del creditore che abbia incrementato o non diminuito l'ammontare del danno, essendo presupposto il verificarsi di un danno interamente ascrivibile al debitore/danneggiante.

Per quanto rileva ai nostri fini, basti precisare che la *ratio* sottostante l'art. 1227, comma 1, c.c., è quella di evitare che il creditore/danneggiato possa essere risarcito anche per quella parte di danno che egli abbia causato e che, quindi, non può considerarsi ingiusta. È evidente l'omogeneità con la fattispecie presa in considerazione dall'art. 35-*bis*, par. 1, c. 2, poiché, qualora l'investitore non avesse riposto un ragionevole o diligente affidamento nel giudizio di rating, ci si troverebbe al cospetto di un danno che l'investitore avrebbe potuto, almeno in parte, evitare.

Questo poiché l'impiego della dovuta diligenza nell'assunzione di una scelta di investimento potrebbe essere, a seconda dei casi, elemento in grado di interrompere il nesso causale tra l'emissione di un giudizio di rating errato e il danno patito dall'investitore e, pertanto, può essere ricondotto alla fattispecie più generale, presa in considerazione dall'art. 1227, comma 1, c.c., nella quale «il verificarsi del fatto dannoso sia ricollegabile a più soggetti, dei quali uno sia il danneggiato» e sussiste «un nesso causale tra un fatto addebitabile anche al danneggiato (a titolo di responsabilità per colpa o a titolo di responsabilità cal. obiettiva) ed il fatto dannoso, nel senso che il primo è stato una concausa del secondo, ha cioè spianato la strada al verificarsi del fatto dannoso» <sup>(586)</sup>. È di tutta evidenza che, qualora un giudizio di rating negligenzemente errato abbia cagionato un danno all'investitore e questi, pur potendosi accorgere dell'inaffidabilità del rating, abbia comunque optato per il compimento di una scelta di investimento fondata su di esso, si ricade nell'ipotesi presa in considerazione dall'art. 1227, c. 1, c.c.: il danno patito dall'investitore è riconducibile a due concause, la condotta negligente dell'agenzia di rating e la condotta parimenti negligente dell'investitore, che «spiana la strada» al verificarsi del danno.

Nonostante gli artt. 1227, comma 1, c.c., e 35-*bis*, par. 1, c. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009, prendano in considerazione fattispecie sostanzialmente analoghe, differente è, tuttavia, la disciplina in ciascuno dei casi. L'art. 1227, c. 1, c.c., applicabile anche all'illecito extracontrattuale in forza del rinvio contenuto all'art. 2056 c.c., prevede infatti che il risarcimento del danno sia diminuito secondo la gravità della colpa del creditore e l'entità delle conseguenze che sono derivate dal fatto colposo di costui. L'art. 35-*bis*, par. 1, c. 2, sembra, invece, escludere del tutto il risarcimento del danno in presenza di una condotta negligente dell'investitore che abbia contribuito a cagionare il danno verificatosi.

Si tratta di una soluzione per certi versi estrema, volta a una forte responsabilizzazione dell'investitore nell'assunzione delle proprie scelte di investimento, che, di primo acchito, potrebbe sembrare difficilmente giustificabile se si considera che uno degli obiettivi della disciplina introdotta dal Regolamento UE n. 462/2013 è quello di

---

<sup>(585)</sup> Riconducono la fattispecie di cui all'art. 1227 c.c. nell'ambito del concorso, tra i tanti, M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 200; V. CARBONE, *La quantificazione del danno*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 13.

<sup>(586)</sup> V. CARBONE, *La quantificazione del danno*, cit., 13.

garantire «un adeguato diritto al risarcimento del danno», a fronte di eventuali ostacoli nel diritto interno degli Stati membri, specie in assenza di un rapporto contrattuale tra agenzia e investitore <sup>(587)</sup>. Tuttavia, a ben vedere, la soluzione prospettata risulta coerente con il più generale obiettivo, anch'esso perseguito dal legislatore europeo, di «ridurre l'eccessivo affidamento ai rating del credito ed eliminare gradualmente ogni effetto automatico derivante dai rating del credito» <sup>(588)</sup>, obiettivo che se, da un punto di vista più generale, richiede una progressiva riduzione del valore regolamentare attribuito al rating, dal punto di vista delle scelte di investimento dei singoli, non può che essere perseguito cercando di incentivare, attraverso una previsione quale quella in esame, una maggiore attenzione e ponderazione delle scelte di investimento stesse.

La posizione dell'investitore è, del resto, ulteriormente gravata dalla previsione che attribuisce a quest'ultimo la prova della *ragionevolezza* dell'affidamento riposto nel voto di rating ovvero la prova di aver adoperato la dovuta diligenza nell'assunzione della scelta di investimento o disinvestimento scaturita da tale affidamento. Tuttavia, a ben vedere, da un lato, i casi in cui potrebbe essere ravvisata una negligenza dell'investitore o un irragionevole affidamento di costui sembrano per certi versi piuttosto esigui, e, dall'altro, tale prova sembrerebbe potersi risolvere nella prova dell'essersi affidato ai suggerimenti di un esperto, quale un consulente finanziario o un intermediario bancario, ovvero nell'aver in generale esaminato con attenzione le proprie opzioni di investimento o, comunque, nell'allegazione della circostanza consistente nel non aver avuto ragioni per dubitare della correttezza del giudizio di rating. Tra l'altro, anche la prova contraria volta a mostrare l'irragionevolezza dell'affidamento riposto dall'investitore nel voto di rating sembrerebbe confinata a ipotesi di rara verifica, se si considera che sarebbe proprio l'agenzia di rating a doverla fornire, confessando, implicitamente, la negligenza nell'emissione del giudizio. Si tratterebbe, in sostanza, di casi in cui, a un voto di rating particolarmente alto si accompagni, ad esempio, la pubblicazione di documentazione societaria o di notizie da parte della stampa finanziaria o la diffusione di un giudizio negativo sul bilancio in palese contraddizione con il risultato della valutazione sul merito di credito, tanto da dover far sorgere dubbi sull'opportunità dell'investimento a un investitore di media diligenza.

## 5. Il danno da rating. Tipologie e quantificazione.

L'individuazione delle tipologie di danno che l'investitore può subire a seguito dell'emissione di un giudizio inesatto per colpa grave o dolo dell'agenzia di rating e la sua quantificazione richiedono necessariamente alcune considerazioni preliminari.

È utile chiarire, innanzitutto, che il danno da rating è necessariamente *legato a un'operazione di investimento*, come del resto ricorda il testo dell'art. 35-*bis* nel precisare che la risarcibilità del danno è ammessa nei limiti della prova del ragionevole affidamento dell'investitore sul giudizio di rating inesatto «per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito».

Tale precisazione consente di sgombrare il campo da altri pregiudizi che possono essere cagionati dalla condotta dell'agenzia di rating – si pensi, ad esempio, al danno «all'immagine» o reputazionale che subisce l'emittente nel caso in cui l'agenzia di rating

---

<sup>(587)</sup> Cfr. considerando (32), Regolamento UE n. 462/2013.

<sup>(588)</sup> Cfr. considerando (9), Regolamento UE n. 462/2013.

emetta colpevolmente un giudizio ingiustificatamente negativo <sup>(589)</sup> – e di distinguere in via preliminare, nell’ambito dei possibili danni arrecati all’investitore, in funzione dell’operazione da questi posta in essere e, più precisamente, tra danno che avviene in occasione di un’operazione d’acquisto (alla quale è assimilabile la scelta di continuare a detenere uno strumento finanziario) e danno che avviene in occasione di un’operazione di vendita. Nel primo caso, infatti, il danno da rating è rappresentato, solitamente, dalla diminuzione o dall’azzeramento del valore dell’investimento effettuato; mentre, nel secondo, esso dovrebbe essere ravvisato nella perdita subita per aver ceduto il titolo a un prezzo inferiore rispetto al valore effettivo, o comunque inferiore al prezzo che si sarebbe determinato in presenza di un’informazione perfetta <sup>(590)</sup>.

Più precisamente, da un lato, l’investitore potrebbe aver acquistato a un prezzo troppo alto, poi improvvisamente diminuito a seguito della revisione del rating o della scoperta della reale situazione economica e finanziaria della società, tenuta nascosta magari anche attraverso l’emissione di un giudizio positivo <sup>(591)</sup>; dall’altro, egli potrebbe aver ceduto il titolo a un prezzo inferiore rispetto al suo valore effettivo, ossia a un prezzo indebitamente depresso da un giudizio di rating eccessivamente e ingiustificatamente negativo (e/o da altre informazioni pessimistiche diffuse al mercato).

In entrambe queste ipotesi, qualora il contributo causale della condotta dell’agenzia di rating al danno debba essere ravvisato nel fatto che il giudizio ha in concreto indotto l’investitore a compiere una determinata scelta di investimento – l’investitore ha acquistato o continuato a detenere lo strumento finanziario anche in considerazione del fatto che esso aveva ricevuto una valutazione positiva, ovvero è stato indotto a cedere il titolo in questione a seguito di una valutazione negativa dell’agenzia di rating – è possibile che l’alterazione dei prezzi di mercato e, conseguentemente, lo scarto tra prezzo pagato/ottenuto e valore effettivo del titolo non siano (esclusivamente) determinati dall’emissione del giudizio di rating inesatto. Il danno, in termini di differenza tra prezzo e valore del titolo o, più semplicemente, in termini di perdita di valore del titolo, potrà, dunque, ravvisarsi anche qualora il giudizio di rating non abbia in concreto influito sul prezzo o qualora detta influenza non possa essere in concreto accertata, proprio perché, come si accennava, il nesso di causalità può essere rappresentato – ed è questo il caso che sembra aver in mente il legislatore europeo all’art. 35-*bis* – dal semplice fatto che il voto di rating abbia indotto l’investitore a compiere una scelta di investimento o disinvestimento che altrimenti non avrebbe effettuato.

---

<sup>(589)</sup> In argomento si vedano G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 179; A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell’emittente*, cit., 181; M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell’agenzia di rating nei confronti del committente*, cit., 299; e in generale, con riferimento al danno alla reputazione economica dell’impresa che può essere cagionato dalla diffusione di informazioni inesatte, si veda soprattutto A. FUSARO, *Informazioni inesatte e danno alla “reputazione” d’impresa: le variabili della responsabilità*, in *La Responsabilità Civile*, 2009, 355 ss. In chiave critica rispetto alla possibilità di configurare un vero e proprio danno alla reputazione delle agenzie di rating, si veda P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 182 ss.

<sup>(590)</sup> In tal senso si veda, ad esempio, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 167, dove si precisa che «il danno emergente consisterà nella differenza tra il valore dell’importo impiegato per l’investimento e quello minore a cui l’investitore sia stato costretto a vendere gli strumenti finanziari a seguito del default».

<sup>(591)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 324 s., ID., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 178, ravvisa nel caso in cui nonostante la valutazione positiva dell’agenzia l’emittente sia comunque divenuto insolvente, l’ipotesi più probabile di responsabilità dell’agenzia di rating. In tal senso anche P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 66.

Ciò nondimeno, come si è ricordato più volte, potrebbe essere proprio l'emissione del giudizio di rating ad aver artificiosamente determinato un aumento o una diminuzione del prezzo del titolo e/o che si assista a un'ulteriore variazione del prezzo dello strumento finanziario al momento della revisione del rating o della scoperta da parte del mercato di circostanze incompatibili o in conflitto con un determinato rating, come, ad esempio, accadrebbe nel caso in cui un *restatement* di bilancio evidenziasse minore liquidità, maggiori perdite e una preoccupante esposizione debitoria dell'emittente. Anche in tale caso, comunque, il pregiudizio per l'investitore è rappresentato dalla differenza tra il prezzo del titolo e il suo valore effettivo o, comunque, dalla perdita di valore dell'investimento effettuato in caso di *default* dell'emittente, detratto il valore residuo e gli eventuali importi percepiti medio tempore dall'investitore <sup>(592)</sup>.

In conclusione, dunque, quantunque il pregiudizio patito dall'investitore debba essere, in primo luogo, analizzato considerando una particolare scelta di investimento o disinvestimento realizzata in un determinato orizzonte temporale, parrebbe tuttavia possibile astrarre, per certi versi, dalla singola operazione di investimento posta in essere. Sotto il profilo dell'evento lesivo, il danno viene in rilievo puramente quale alterazione dei prezzi e, più in generale, del valore di un investimento, che determini una situazione di svantaggio per l'investitore. L'interesse in concreto pregiudicato dalla distorsione in parola, cui abbia, in qualche modo, contribuito l'agenzia di rating, è quello al buon funzionamento del mercato, che, se sotto determinati angoli visuali, quale quello della ricerca del fondamento dell'ingiustizia del danno, assume una configurazione composita e rileva anche nella sua dimensione pubblicistica, dal punto di vista dell'evento lesivo rileva anzitutto

---

<sup>(592)</sup> Definisce in questi termini il danno emergente, nel caso in cui ad una valutazione positiva dell'agenzia di rating sia seguito il *default* dell'emittente, anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 806. L'Autrice infatti precisa che «il danno patrimoniale in forma di danno emergente è rappresentato dalla perdita patrimoniale subita dall'investitore che afferma di essere stato indotto a sottoscrivere strumenti finanziari di un emittente rivelatisi in *default* e, quindi, in strumenti inadeguati rispetto alla valutazione (positiva) espressa dall'agenzia. 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 d'acquisto dei titoli e quello (minore) al quale l'investitore sia costretto a dismettere i medesimi a seguito del *default*. Ancora, l'investitore potrebbe sostenere che il danno patrimoniale consiste nel differenziale del prezzo degli strumenti finanziari che non vi sarebbe stato se la dichiarazione negligente o dolosa non avesse alterato la percezione del mercato e ciò comporta la necessità di dimostrare quanto il giudizio di *rating* abbia influito sul prezzo medesimo». L'Autrice sostiene inoltre che sarebbe ipotizzabile una richiesta di risarcimento del danno volta a ottenere l'intero valore dell'investimento effettuato qualora in assenza del giudizio di rating errato gli strumenti finanziari non avrebbero avuto accesso a un determinato mercato. Come si vedrà in seguito (cfr. *infra*, § 7.3. di questo capitolo), tuttavia, il fatto che senza la valutazione dell'agenzia il titolo non avrebbe avuto accesso alle negoziazioni sul mercato regolamentato attiene piuttosto alla sfera del nesso di causalità, occorrendo una separata indagine volta a determinare, anche in tale ipotesi, se vi sia un danno risarcibile e quale sia il suo ammontare. Per quanto la differenza tra l'opinione richiamata e quella qui sostenuta sia minima, infatti, non pare potersi fare a meno di segnalare che l'eventualità che il giudizio di rating abbia, nei fatti o in forza di una previsione legale, consentito la vendita sul mercato di determinati titoli attiene, più propriamente, alla fase di accertamento della sussistenza del nesso eziologico. Tuttavia è pur vero che, all'atto pratico, in tali ipotesi, il danno lamentato dall'investitore sarà di regola individuato nella perdita di valore dell'investimento, detratto l'eventuale valore residuo e gli importi percepiti nel frattempo dall'investitore. Si veda, infine, Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, cit.; che, sia pure facendo riferimento alla diffusione di informazioni inesatte mediante prospetto osserva che «il danno di cui si discute, da ragguagliare al minor vantaggio o al maggior aggravio economico determinato da tale comportamento scorretto [...], è quello prodotto appunto dall'aver acquistato beni aventi un valore diverso ed inferiore rispetto a quanto le informazioni ricevute dall'acquirente avrebbero fatto ragionevolmente supporre: cioè di aver acquistato ad un prezzo che dichiaratamente presupponeva un determinato valore, risultato poi invece inferiore».

quale interesse del singolo al regolare funzionamento del luogo dove egli conclude le proprie operazioni di investimento e, quindi, quale interesse a non essere sviato nelle proprie scelte economiche. Se dal profilo dell'evento lesivo ci si sposta poi ad analizzare quale possa essere in concreto l'effetto economico negativo per il patrimonio dell'investitore, il danno da rating non perde comunque la sua unitarietà a prescindere dalla singola operazione di investimento posta in essere, potendo essere ricondotto, in via generale, al differenziale tra il prezzo pagato dall'investitore (o ottenuto dall'investitore in caso di cessione dei titoli) e valore effettivo dell'investimento acquistato o ceduto, dove per valore effettivo si dovrebbe intendere, non senza qualche difficoltà, il *fair value* dello strumento finanziario considerato e, in particolare, il valore che si ottiene attraverso l'applicazione di regole e metodi propri della finanza aziendale (*corporate finance*)<sup>(593)</sup>. In ogni caso, infatti, il danno è rappresentato dalla *differenza tra prezzo e valore del titolo*; e ciò sia quando l'alterazione del prezzo del titolo sarà tale da far sì che l'investitore paghi un prezzo troppo alto per un investimento di valore inferiore al prezzo pagato o pari a zero – poiché, ad esempio, il rating inesatto e le altre false informazioni diffuse al mercato hanno contribuito a nascondere il reale stato di insolvenza dell'emittente e quindi l'assoluta incapacità di quest'ultimo di restituire capitale e interessi pattuiti –, sia quando essa sarà tale da far sì che l'investitore riceva un prezzo troppo basso quale corrispettivo per la vendita del titolo.

È evidente che il danno, così descritto, non potrà che essere ricondotto alla categoria civilistica del c.d. danno emergente, secondo la distinzione che discende dal dettato dell'art. 1223 c.c. e che impone di tenere conto, nella determinazione del danno risarcibile, sia della perdita patita dall'investitore – il c.d. danno emergente, appunto – che del mancato guadagno (c.d. lucro cessante). Tuttavia, è possibile immaginare anche la risarcibilità del lucro cessante, ossia del guadagno che l'investitore non ha potuto realizzare a causa della condotta dell'agenzia di rating. Se, come si è visto pocanzi, il primo è rappresentato solitamente dalla differenza tra prezzo pagato (o ricevuto) dall'investitore e valore reale dei titoli (o tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita, qualora l'investitore al momento della domanda di risarcimento del danno abbia già provveduto a spogliarsi dei titoli in questione), detratti gli eventuali importi percepiti *medio tempore*; il secondo è infatti

---

<sup>(593)</sup> In argomento si veda, specialmente, M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 104 s., il quale ricorda l'estrema difficoltà di determinare l'effettivo valore economico (*fair value*) dello strumento finanziario al momento dell'operazione di investimento, ai fini della liquidazione degli *out of the pocket damages*. Proprio per tale motivo l'Autore ricorda che le corti federali statunitensi hanno fatto ricorso alla misura del deprezzamento del titolo successiva alla scoperta della falsità dell'informazione diffusa al mercato onde stimare il possibile apprezzamento da questa causato al momento della sua diffusione. Con specifico riferimento ai titoli azionari, tuttavia, parte della dottrina giuridica statunitense in materia ha prospettato l'utilizzabilità di tecniche proprie della finanza aziendale, quale il *discounted cash flow*, al fine di stimare il valore effettivo dello strumento finanziario in questione. Come ricorda M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 862, il valore di un'azione, secondo le regole della finanza aziendale, «means the expected dividends and other distributions, discounted to present value, that the holder or holders of the share, whoever that may be over time, will receive during the life of the issuing firm». Sul metodo di calcolo del valore effettivo di titoli azionari si vedano, ad esempio, J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, in 77 *Virginia L. Rev.* 1017, 1991, 1022 ss.; e, più di recente, per brevissimi cenni, J.W. EISENHOFER – G.C. JARVIS – J.R. BANKO, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, in 59 *Bus. Law.* 1419, 2004, 1442, i quali ricordano che «[u]nder basic principles of corporate finance theory [...] the stock price of a company reflects the market's estimation of the company's future cash flows, discounted back to the present at the company's cost of capital». Ad ogni modo, la determinazione del «valore effettivo» dei titoli acquistati sul mercato rimane estremamente difficoltosa.



solitamente ravvisabile ogniqualvolta «l'investitore lamenti di non aver potuto impiegare le somme investite in modo più proficuo» <sup>(594)</sup> ed è rappresentato dalle utilità che l'investitore avrebbe ottenuto qualora, in luogo dell'investimento effettuato, avesse impiegato diversamente il proprio capitale ovvero dalle utilità che egli avrebbe tratto dal mantenimento dell'investimento, qualora il rating abbia, ad esempio, determinato l'investitore a una sua prematura dismissione <sup>(595)</sup>.

Il discorso svolto finora non esaurisce, tuttavia, le problematiche relative alle possibili configurazioni del danno da rating, poiché ve ne è ancora una che merita attenzione. Esaminando le possibili fattispecie di danno verificatosi in occasione dell'acquisto di strumenti finanziari oggetto di valutazione da parte delle agenzie di rating si è fatto riferimento alla situazione in cui il prezzo dello strumento finanziario acquistato dall'investitore abbia subito una diminuzione e si sia successivamente assestato a un valore inferiore rispetto a quello iniziale. Vi è, dunque, ancora da chiedersi se possa, viceversa, ritenersi sussistente un danno nell'ipotesi in cui il prezzo di vendita (o il valore del titolo alla «scoperta» dell'inesattezza del rating) sia superiore al prezzo di acquisto, sostenendo che il profitto ricavato dall'investitore dalla cessione degli strumenti finanziari (o dal loro mantenimento in portafoglio) sarebbe comunque inferiore a quello che egli avrebbe ottenuto in assenza della pubblicazione di un rating errato.

Si pensi ad esempio al caso in cui un investitore acquisti a 100 obbligazioni della società A, nonostante il loro valore effettivo sia pari a 80, e che, qualche tempo dopo, egli rivenda le medesime a 110, ricavandone un profitto complessivo di 10. Il prezzo al momento della rivendita del titolo è, dunque, più alto del prezzo al quale il titolo è stato acquistato, ma il guadagno ottenuto è comunque meno alto di quello che l'investitore avrebbe potuto ottenere sul mercato senza la diffusione del rating inesatto <sup>(596)</sup>.

In relazione a un caso quale quello prospettato rimane pertanto da stabilire se sia ravvisabile un qualche danno per l'investitore ovvero se il fatto che egli abbia comunque ricavato un profitto dalla vendita dei titoli precluda una simile conclusione.

---

<sup>(594)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 326. In argomento si vedano anche M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 652 s., il quale riconosce la risarcibilità del danno rappresentato dal fatto che gli investitori avrebbero potuto scegliere forme di impiego dei propri capitali più remunerative o potrebbero aver perso favorevoli occasioni di investimento; e C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 806.

<sup>(595)</sup> L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 417 s., ricorda anche la fattispecie, di più rara verifica, in cui il danno discenderebbe da un mancato acquisto, ossia dal fatto che, affidandosi al giudizio di rating, presumibilmente fortemente negativo, l'investitore non abbia effettuato un investimento profittevole. In tale caso, secondo l'Autore citato, il danno sarebbe rappresentato «dalla perdita della possibilità di concludere l'operazione che poteva essere economicamente vantaggiosa» (*ivi*, 417). Astrattamente non pare potersi escludere la configurabilità di una simile tipologia di danno. Si tratta, infatti, di un danno per certi versi simile alla «perdita di *chances*», che avrebbe luogo ogniqualvolta il giudizio di rating avrebbe indotto l'investitore a non compiere un'operazione di investimento che altrimenti egli avrebbe (sicuramente) portato a termine. Occorre sottolineare, tuttavia, che si tratta di ipotesi per certi versi marginali – posto che solitamente la responsabilità delle agenzie di rating viene invocata in relazione ad acquisti che sono stati effettuati (e non che sono stati omessi) in ragione del voto attribuito dall'agenzia – in relazione alle quali sussistono notevoli problemi di prova. Sarebbe infatti a carico dell'investitore la prova che, proprio per via del rating inesatto, egli non ha compiuto una determinata scelta di impiego del proprio risparmio.

<sup>(596)</sup> Si veda M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 847 s., che, con riferimento, in generale, alla diffusione di informazioni inesatte sul mercato, ricorda che anche qualora il prezzo di vendita sia superiore al prezzo di acquisto è possibile affermare, «[a]ssuming that she [n.d.A. l'investitore] does not sell before full market realization of the true situation», che «the misstatement has made her worse-off in an amount equal to its inflation of purchase price».

La riflessione statunitense non fornisce una risposta univoca al riguardo, pur mostrandosi in alcuni casi favorevole al riconoscimento di un danno risarcibile, a patto che l'inesattezza dell'informazione sia, *medio tempore*, divenuta nota <sup>(597)</sup>. Anche con riferimento all'ordinamento italiano sembra doversi concordare in generale con chi ha osservato che, nell'ipotesi in cui tra la data di acquisto e quella di vendita non sia trapelata la notizia dell'inesattezza del giudizio di rating, non potrebbe ammettersi alcun diritto al risarcimento del danno pari allo scarto tra prezzo di acquisto e valore reale (ossia pari a 20, nel nostro esempio), poiché al momento della vendita il prezzo incorporerebbe ancora l'informazione inesatta rappresentata dalla valutazione sul merito di credito precedentemente diffusa e potrebbe dirsi, in termini atecnici, che il pregiudizio si sia «trasferito» da un investitore all'altro, senza tuttavia essersi realizzato <sup>(598)</sup>.

Tuttavia, qualora invece il mercato si sia nel frattempo accorto dell'inesattezza del rating, la questione pare più complessa. In assenza di una alterazione significativa dei prezzi successiva alla *corrective disclosure* o alla scoperta da parte del mercato dell'inesattezza della valutazione dell'agenzia, ben potrebbe ritenersi che il rating non abbia, fin dal principio, prodotto alcun aumento del prezzo dello strumento finanziario, con la conseguenza che non vi sarebbe alcun danno per l'investitore. Quando invece all'inesattezza del rating il mercato reagisca con una diminuzione del prezzo delle obbligazioni della società A, ad esempio da 100 a 80, poi seguita da un ulteriore incremento del prezzo a 110, dovuto a fattori eteronomi rispetto al rating, la questione è più complessa e la risarcibilità del danno per il mancato profitto deve essere esaminata alla luce delle disposizioni applicabili in base ai singoli diritti nazionali.

Nel nostro ordinamento, ad esempio, potrebbe avanzarsi la tesi secondo la quale occorrerebbe distinguere a seconda che sussista o meno un effettivo affidamento dell'investitore sulla valutazione espressa dall'agenzia, poiché, nel primo caso, l'applicabilità del principio della *compensatio lucri cum damno* escluderebbe l'esistenza di un danno risarcibile. Sebbene in assenza del rating inesatto l'investitore avrebbe guadagnato 30 – la differenza tra il prezzo di vendita di 110 e il valore effettivo di 80, raggiunto dal titolo a seguito della scoperta dell'inesattezza del rating – anziché 10, e quindi nonostante sarebbe ravvisabile nel caso in esame un danno pari a 20 <sup>(599)</sup>, si potrebbe sostenere che poiché dal *medesimo* investimento – che non si sarebbe effettuato «but for» il giudizio di rating – è scaturita

---

<sup>(597)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 847 s. e 859 ss. Nella giurisprudenza statunitense si veda, invece, *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824, 831 s. (8<sup>th</sup> Cir. 2003).

<sup>(598)</sup> Questa è l'opinione espressa dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 s.; 125 S. Ct. 1627, 1631 s.; 161 L. Ed. 2d 577, 585 (2005), condivisa tra gli altri da J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 534 e 541 s. In argomento non esclude la sussistenza di un danno risarcibile, sia pure in un caso di responsabilità da prospetto, nell'ipotesi in cui a seguito dell'emissione di strumenti finanziari sulla base di un prospetto inventivo si assista ad un miglioramento della quotazione in borsa dei medesimi anche Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, cit. Secondo la Suprema Corte, infatti, «non può aver rilievo – non comunque per escludere in radice l'esistenza del danno – la circostanza [...] secondo cui le azioni [...], nel periodo immediatamente successivo all'emissione, conservarono o addirittura migliorarono la loro quotazione in borsa. Per poterne arguire che la non veridicità dei dati riportati nel prospetto è stata in concreto ininfluenza sul valore dei titoli in questione, occorrerebbe affermare – ma non lo si fa – che il favorevole andamento degli stessi è continuato pur dopo che la falsità di quei dati è stata resa nota al mercato».

<sup>(599)</sup> In un'ipotesi analoga a quella descritta, anche M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, cit., 280, ravvisa l'esistenza di un danno, ritenendo, tuttavia, che lo standard elaborato dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, che richiede una diminuzione del prezzo dello strumento finanziario a seguito della scoperta della falsità dell'informazione diffusa al mercato, di fatto impedisca la risarcibilità del danno determinatosi nonostante una variazione positiva del prezzo.

dapprima una perdita e successivamente un profitto, nel caso specifico, si dovrebbe applicare il principio della *compensatio lucri cum danno*, in forza del quale il profitto scaturito dall'illecito vale a compensare le conseguenze economiche negative ad esso riferibili <sup>(600)</sup>. Viceversa, qualora invece l'investitore avrebbe comunque acquistato i titoli, seppure a condizioni diverse, si potrebbe dare rilievo al fatto che, tra le diverse condizioni economiche di cui egli avrebbe beneficiato, vi sarebbe stato un profitto, non realizzato nel caso concreto, rappresentato dagli ulteriori ricavi di vendita mai percepiti. In questo caso, il principio della *compensatio lucri cum danno* non opererebbe in ragione del fatto che il mancato profitto rientrerebbe nel vantaggio economico del quale l'investitore sarebbe stato ingiustamente privato – e quindi nella sfera propria del danno – e non rappresenterebbe un lucro, prodotto dalla medesima serie causale, che vale a compensare il danno ingiustamente subito.

Tuttavia, detta opinione non è affatto pacifica. Vi è infatti chi ha sostenuto che, nel caso in cui il valore del bene acquistato – nella fattispecie qui esaminata, un titolo obbligazionario – sia aumentato a causa di fattori indipendenti dall'informazione fornita all'acquirente (o, aggiungiamo noi, al mercato), quest'ultimo potrebbe sempre pretendere il risarcimento del danno rappresentato dal guadagno, derivante dal maggior valore del bene, del quale egli non si è interamente appropriato, senza doversi distinguere a seconda che vi sia stato o meno un affidamento determinante del consenso. Più precisamente, il convenuto (*i.e.* l'agenzia di rating) non potrebbe « pretendere che il danno subito dalla vittima a causa dell'obbligo di informazione sia compensato con quanto la vittima ha guadagnato a causa di un aumento del valore del bene che non è stato causato dalla stessa violazione», poiché, diversamente, egli cercherebbe «di appropriarsi dell'aumento di valore del bene il quale però è espressione di un rischio che era stato assunto dall'acquirente e che quindi deve andare a suo vantaggio» <sup>(601)</sup>. Secondo l'opinione richiamata non potrebbe, dunque, operare la regola della *compensatio lucri cum danno*.

A ben vedere, quindi, il problema esaminato non si presta a facili soluzioni. Tuttavia, esso sembrerebbe in concreto fortemente ridimensionato dal ridotto ambito di applicazione che generalmente la giurisprudenza italiana riconosce al principio della *compensatio lucri cum danno* e dal fatto che, specie qualora sia stato proprio il giudizio di rating a determinare l'effetto inflattivo iniziale sul prezzo d'acquisto del titolo, anche nei casi di vero e proprio affidamento il minor profitto ottenuto dall'investitore al momento della

---

<sup>(600)</sup> Come ricorda C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 150 ss., gli effetti vantaggiosi di cui beneficia il danneggiato devono avere causa diretta nel fatto dannoso. Questo significa che la «rilevanza del lucro è subordinata a questi presupposti: il vantaggio dev'essere causato dall'inadempimento o dall'illecito e dev'essere inerente al bene o all'interesse leso» (*ivi*, 151). Pertanto, l'inadempimento o l'illecito non possono essere mere «occasioni» del danno. Così anche M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. Franzoni, II, Milano, 2010, 38 s. Nell'ipotesi in cui l'investitore abbia fatto affidamento sul giudizio di rating e si sia quindi determinato a investire proprio in considerazione della valutazione dell'agenzia, potrebbe sussistere un tale rapporto di condizionamento necessario tra illecito dell'agenzia e lucro dell'investitore. Se il giudizio di rating fosse stato corretto infatti l'investitore non avrebbe acquistato gli strumenti finanziari, non avrebbe sopportato la perdita derivante dalla loro perdita di valore e, per quanto qui di interesse, non avrebbe nemmeno realizzato il lucro di cui trattasi. Nel caso in cui, invece, l'investitore avrebbe comunque acquistato gli strumenti finanziari in questione, egli avrebbe comunque beneficiato del successivo aumento di prezzo del titolo (e quindi realizzato un profitto). L'illecito dell'agenzia, in questo senso, non potrebbe essere considerato causa «diretta» del successivo profitto realizzato dall'investitore.

<sup>(601)</sup> G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale per violazione di un obbligo di informazione*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 35.

vendita ben potrebbe essere qualificato come mancato guadagno ai sensi dell'art. 1223 c.c. e, per tale via, risarcito <sup>(602)</sup>.

### 5.1. Ulteriori profili in materia di quantificazione del danno da rating.

Le varie tipologie di danno per l'investitore sono, in sostanza, tutte riconducibili al differenziale tra prezzo pagato o ricevuto e valore effettivo del titolo e, eventualmente, al mancato guadagno derivante dalla perdita di altre opportunità di investimento maggiormente profittevoli. Maggiori difficoltà si incontrano quando ci si addentri nei meccanismi di quantificazione e liquidazione del danno così individuato e, in particolar modo, nella determinazione della porzione del danno da ricondurre alla condotta dell'agenzia di rating quando questo sia cagionato da più soggetti. Posto che, solitamente, il danno è originato da una situazione di inquinamento informativo – alla quale contribuisce *anche* l'emissione di un giudizio di rating errato – attribuibile a circostanze e soggetti anche esterni all'attività di rating, il problema di fondo non è soltanto quello di quantificare il danno ma, specialmente, quello di determinare, eventualmente anche in sede di regresso qualora si ravvisino gli estremi di applicabilità dell'art. 2055 c.c., quale «quota parte» del danno così inteso debba essere attribuita all'agenzia di rating (sul punto si veda *infra*, §§ 9. ss. di questo capitolo).

In generale, dunque, la quantificazione del danno (o della quota parte di danno) da rating è, invero, particolarmente complessa e richiede di vagliare attentamente non soltanto le soluzioni proposte dalla dottrina e dalla giurisprudenza statunitensi con riferimento al danno da diffusione di informazione finanziaria inesatta, che si sono confrontate con problematiche della medesima natura ben prima della loro emersione nell'ordinamento giuridico italiano, ma anche di saggiare la tenuta delle regole in materia di quantificazione del danno presenti nel codice civile.

Con specifico riferimento ai casi di violazione di obblighi di informazione si suole distinguere l'ipotesi in cui la veridicità e correttezza dell'informazione sia assicurata da una previsione contrattuale o da un obbligo di legge dall'ipotesi in cui tale previsione manchi. Nel primo caso sarà – di regola – risarcibile il solo interesse positivo, inteso come l'interesse alla corretta esecuzione del contratto, e più specificamente come «l'interesse a che lo stato delle cose sia come rappresentato»; mentre, laddove non sussista un tale obbligo, sarà risarcibile il solo interesse negativo, inteso come «interesse a conoscere il vero stato delle cose» <sup>(603)</sup>. Così, nel primo caso la tutela accordata alla parte lesa sarà pari alla differenza tra valore ipotetico – nel nostro caso, si tratterebbe del valore che il titolo avrebbe avuto se il merito di credito dell'emittente o dell'emissione fosse stato effettivamente corrispondente al rating assegnato – e valore reale dell'investimento; nel secondo caso occorrerà distinguere a seconda che l'informazione inesatta o il rating errato abbiano indotto la parte a concludere un contratto che altrimenti non avrebbe concluso, ovvero abbiano indotto la parte a concludere il contratto a condizioni diverse, poiché nella prima ipotesi il danno risarcibile, commisurato all'interesse negativo, corrisponderà alla differenza tra il prezzo pagato e il valore effettivo del bene, nella seconda, invece,

---

<sup>(602)</sup> In argomento, *ex multis*, M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, cit., 48, il quale ritiene che «*da compensatio lucri cum damno* sia un principio privo di alcuna autonomia operativa. Solo astrattamente esso vale ad indicare la funzione compensativa propria del risarcimento, in concreto tutti i problemi posti al vaglio della giurisprudenza vengono risolti applicando le regole della causalità giuridica».

<sup>(603)</sup> G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale per violazione di un obbligo di informazione*, cit., 28.

normalmente consisterà nella differenza tra il prezzo pagato e prezzo che sarebbe stato pagato in presenza di informazioni corrette <sup>(604)</sup>, anche se, in fin dei conti, all'atto pratico le due misure tendono a coincidere <sup>(605)</sup>. Tali specificazioni costituiscono, del resto, un adattamento della distinzione più tradizionale tra interesse positivo e interesse negativo, in base alla quale, come si ricordava in apertura del presente capitolo (cfr. § 1.), in ambito contrattuale il danno risarcibile è solitamente commisurato all'interesse positivo, ossia all'interesse del creditore a ottenere l'adempimento della prestazione promessa, mentre in caso di responsabilità extracontrattuale, generalmente il risarcimento del danno è commisurato all'interesse negativo, ossia all'interesse del soggetto danneggiato a essere posto nella situazione antecedente al verificarsi dell'illecito.

La risarcibilità dell'interesse positivo nei confronti dell'agenzia di rating richiederebbe, dunque, che il danno fosse quantificato nella differenza tra valore ipotetico del titolo – il valore che l'obbligazione avrebbe avuto se il merito di credito dell'emittente o dell'emissione fosse effettivamente stato quello rispecchiato nel giudizio di rating – e valore reale dello strumento finanziario. Mentre, il risarcimento dell'interesse negativo dovrebbe essere determinato a seconda della presenza o meno di un affidamento determinante del consenso sul rating da parte dell'investitore: qualora vi sia stato un affidamento decisivo da parte dell'investitore sul giudizio di rating, il danno sarà determinato nella differenza tra prezzo pagato/ottenuto e valore reale del titolo. Diversamente, qualora l'investimento (o il disinvestimento) sarebbe stato comunque effettuato, ma a condizioni diverse, la quantificazione del danno dovrà basarsi sulla differenza tra valore effettivo del titolo e valore che il titolo avrebbe avuto in presenza di un rating corretto, valore che, tuttavia, generalmente coinciderà con il valore «reale» del titolo.

Ciò posto, adattare tali categorie civilistiche al danno da rating risulta, comunque, ben più complicato. In primo luogo, occorre rilevare che, anche qualora possa ritenersi sussistente un rapporto contrattuale tra investitore e agenzia, parrebbe difficile ammettere la risarcibilità del c.d. interesse positivo, alla luce del fatto che nei *terms and conditions* accettati dall'investitore al momento dell'accesso all'area riservata del sito internet dell'agenzia non compare alcuna garanzia circa la veridicità e correttezza del rating (anzi, solitamente è il contrario: la pubblicazione del giudizio sul sito dell'agenzia viene di norma accompagnata da appositi *disclaimer* di responsabilità), che, più in generale, il concetto di «veridicità» del rating è, di per sé, estremamente sfuggente <sup>(606)</sup> e che, per quanto la

---

<sup>(604)</sup> Diffusamente, G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale per violazione di un obbligo di informazione*, cit. 28 ss.

<sup>(605)</sup> Anche nei casi in cui l'informazione inesatta non determini la volontà di acquistare il titolo, all'atto pratico il danno potrebbe essere quantificato nella differenza tra il prezzo del titolo e il suo valore reale. Questo poiché l'investitore non sempre – anzi, si tratta di una circostanza assai rara – riuscirà a dimostrare a quali condizioni avrebbe acquistato il titolo, con la conseguenza che il giudice farà ricorso al suo valore reale per determinare il danno. Si potrebbe immaginare anche che il danno venga quantificato avendo riguardo alla differenza tra prezzo pagato e «un prezzo ipotetico calcolato in funzione del rapporto tra il valore che il bene avrebbe avuto se lo stato delle cose fosse stato come rappresentato (*valore ipotetico*) e il valore reale del bene dato il vero stato delle cose (*valore reale*)». Tuttavia, le difficoltà di determinare il valore ipotetico del titolo, ossia quello che il titolo avrebbe avuto se il merito di credito fosse effettivamente stato quello dichiarato dall'agenzia, potrebbero comunque portare a utilizzare il prezzo pagato dall'investitore in luogo del valore ipotetico nella quantificazione del danno, con il risultato che, ancora una volta, la misura del danno risarcibile sarebbe sostanzialmente pari alla differenza tra prezzo pagato e valore reale del bene. Al riguardo si veda, anche per la citazione appena riportata, G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale per violazione di un obbligo di informazione*, cit. 29 s.

<sup>(606)</sup> In argomento si veda L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., 456, secondo il quale «la correttezza di un singolo rating non è ragionevolmente

normativa europea sia volta favorire l'elaborazione di rating corretti e quanto più possibile vicini al reale merito di credito della società, non pare nemmeno potersi affermare che la veridicità del rating sia «garantita» per legge. A ciò si aggiunga che, anche qualora un tale obbligo di veridicità potesse ravvisarsi, la determinazione del valore «ipotetico» dello strumento finanziario oggetto del rating – ossia quello che lo strumento finanziario avrebbe avuto se il rating avesse rispecchiato il reale merito di credito – pare difficilmente determinabile in considerazione della problematicità non soltanto di individuare con certezza quale sarebbe l'effetto positivo sul prezzo ricollegabile a un simile giudizio, ma anche del fatto che il rating rispecchia, per sua natura, una condizione di maggiore o minore stabilità finanziaria della società, alla quale, a prescindere dal rating, il mercato attribuisce un prezzo difficilmente determinabile a priori. Come a dire, il rating è solo uno dei tanti fattori che possono contribuire a formare il prezzo e stabilire quale sarebbe stato il valore di un titolo obbligazionario se il merito di credito fosse stato esattamente quello rispecchiato nella valutazione dell'agenzia risulta impresa particolarmente complessa. Tale valore ipotetico potrebbe essere individuato, in via presuntiva, facendo riferimento al prezzo pagato dall'investitore al momento dell'acquisto, quando ancora il reale merito di credito dell'emittente o dell'emissione non era noto al mercato, salva la prova contraria che l'investitore fosse in grado di fornire <sup>(607)</sup>. Tuttavia, così facendo la differenza tra risarcimento dell'interesse positivo e risarcimento dell'interesse negativo verrebbe, ancora una volta, a sfumare, posto che anche l'interesse negativo andrebbe determinato avendo riguardo alla differenza tra prezzo pagato (o ottenuto) e valore reale del bene, essendo questa la misura attraverso la quale si riporta l'investitore in una situazione patrimoniale equivalente a quella *ante* illecito.

In questo senso, dunque, a prescindere dalla sussistenza di un rapporto contrattuale tra l'investitore e l'agenzia di rating, e a conferma della generale irrilevanza della distinzione tra interesse positivo e interesse negativo nella materia di cui trattasi, della quale si è già accennato seppure in via più generale (cfr. § 1. di questo capitolo), il danno risarcibile sembra nei fatti riconducibile alla differenza tra prezzo del bene e valore effettivo, utilizzando di regola una misura rapportabile all'interesse negativo.

La liquidazione del danno commisurata all'interesse negativo viene sostanzialmente a coincidere con soluzioni già esplorate altrove. La giurisprudenza statunitense ha infatti sovente utilizzato la c.d. *out of the pocket measure* quantificando il danno subito dall'investitore nella differenza tra il corrispettivo pagato per i titoli acquistati e il loro effettivo valore. Più precisamente, nell'ordinamento giuridico statunitense, con riferimento al risarcimento del danno fondato su una violazione della *Rule 10b-5*, il risarcimento è determinato dal maggior prezzo pagato dall'investitore (o dal minor prezzo ottenuto) a causa della diffusione di informazioni inesatte, assumendo, ovviamente, che il mercato abbia realizzato la reale situazione celata dall'informazione in questione prima che l'investitore abbia ceduto i titoli, in ragione del fatto che, solitamente, «the injury is the inflation in price at the time of purchase» <sup>(608)</sup>.

---

valutabile *ex post*», mentre si potrebbe valutare a posteriori «se un *complesso* di *rating* esibisca un errore sistematico».

<sup>(607)</sup> Sulla possibilità di presumere che il valore ipotetico del bene sia pari al prezzo pagato dal danneggiato per il suo acquisto e sulla circostanza che l'investitore sia in grado, invece, fornire prova contraria al riguardo si veda G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale per violazione di un obbligo di informazione*, cit. 30.

<sup>(608)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 832, 839 e 845. In argomento si vedano anche D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 31; M.J. KAUFMAN –

Tale metodo di quantificazione del danno sembrerebbe di primo acchito sostanzialmente condivisibile ed è particolarmente adatto in tutti quei casi in cui il giudizio di rating abbia, in effetti, prodotto un'alterazione del prezzo dello strumento finanziario considerato. Tuttavia, ad un'analisi più attenta, esso non sembra sempre pienamente soddisfacente, specie laddove sia ravvisabile un vero e proprio affidamento da parte dell'investitore sul rating inesatto, anche alla luce del fatto che esso richiederebbe, per i motivi che verranno lungamente esposti in seguito (si v. *infra*, § 7. di questo capitolo), di isolare l'effetto – che potrebbe addirittura non esserci – della diffusione del rating sul prezzo degli strumenti finanziari; compito che, come si anticipava, potrebbe a seconda dei casi non risultare agevole <sup>(609)</sup>. Nei casi di *reliance* tradizionali, anche l'ordinamento statunitense ha, del resto, proposto e correntemente utilizza diversi metodi di quantificazione del danno. La dottrina statunitense ha suggerito, infatti, altre alternative, che anziché basarsi su un'analisi *ex ante*, effettuata al momento dell'acquisto, adottano una prospettiva *ex post*. Si tratta dei *pure rescissionary damages*, ossia la differenza tra il prezzo al quale i titoli sono stati acquistati e il prezzo al quale sono stati venduti, e dei *modified rescissionary damages*, che rappresentano la differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita, tenuto conto di fattori, diversi dall'informazione inesatta diffusa al mercato, che possono aver influito sulla differenza di prezzo medesima; alternativa quest'ultima da preferire <sup>(610)</sup>.

Si tratta di un esito interpretativo senza dubbio condivisibile, pur con qualche precisazione. A prescindere dall'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating inesatto, il danno sembra rappresentato dal maggiore prezzo pagato per l'acquisto degli strumenti finanziari (o dal minore prezzo ottenuto per la loro vendita) e, più in generale, dalla perdita di valore dell'investimento causalmente ricollegabile alla condotta dell'agenzia di rating. Più nello specifico, qualora il valore effettivo degli strumenti finanziari acquistati fosse stato inferiore al prezzo pagato, il danno è senza dubbio rappresentato dal maggiore esborso dell'investitore. Tuttavia, spesso accade che il valore del bene sia diminuito nel tempo ben oltre l'incremento iniziale, ed è possibile che ciò sia dovuto sia all'inesattezza del rating che ad altri fattori. Ebbene, qualora l'ulteriore diminuzione del valore degli strumenti finanziari sia in qualche modo attribuibile al rating – perché direttamente causata dalla condotta dell'agenzia, perché relativa alla instabilità finanziaria, alla insolvenza o ai problemi di liquidità dell'emittente che il giudizio di rating errato contribuiva a celare, e via dicendo – essa deve essere senza dubbio computata nel *quantum* risarcitorio. Laddove invece essa sia rappresentata da fattori eterogenei che nulla hanno a che vedere con la

---

J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 283; J.W. EISENHOFER – G.C. JARVIS – J.R. BANKO, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, cit., 1424; D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, cit., 1791; A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 346 e 360 s., la quale osserva che il problema di tale metodo di quantificazione del danno deve essere ravvisato nel fatto che «this fraud-free value on the date of purchase is hard to pin down» (*ivi*, 346).

<sup>(609)</sup> Nella letteratura italiana, P. FIORIO, *La responsabilità della società di revisione nei confronti degli azionisti e degli obbligazionisti, note a margine del caso "Parmalat"*, nota a Trib. Milano, 4 novembre 2008, in *Giur. it.*, 2009, 1984, ricorda il medesimo problema con riferimento all'utilizzo della *out-of-the-pocket measure* nei casi di responsabilità del revisore nei confronti degli azionisti. Egli infatti ritiene non sempre agevole «isolare l'effetto del mancato corretto adempimento ai doveri di informazione dei revisori sulla quotazione degli strumenti finanziari».

<sup>(610)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 838, ritiene che i *modified rescissionary damages* siano il metodo di quantificazione del danno preferibile nei casi in cui il nesso causale debba essere ravvisato nell'affidamento dell'investitore sull'informazione inesatta.

condotta dell'agenzia o con il merito di credito dell'emissione obbligazionaria in questione, come, ad esempio, un generale andamento del mercato di riferimento dell'emittente, questa ulteriore diminuzione non potrebbe ricomprendersi nel *quantum* risarcitorio: diversamente, l'investitore trasferirebbe sull'agenzia di rating rischi indipendenti dalla violazione degli obblighi di condotta vigenti in capo a quest'ultima che egli si è liberamente assunto (investendo, ad esempio, in un titolo tecnologico, l'investitore si è assunto il rischio di una riduzione generale degli investimenti nel mercato dei titoli tecnologici e di tale rischio non può rispondere l'agenzia di rating) <sup>(611)</sup>.

In generale, quindi, il «maggiore esborso» o il «minore introito» per l'investitore al momento dell'acquisto o della vendita del titolo, costituiscono una efficace base di calcolo del *quantum* risarcitorio, ma, a seconda dei casi, non lo esauriscono. Quando ad esempio ci si trovi in presenza del *default* dell'emittente, una volta raggiunta la prova che l'investimento non sarebbe mai stato effettuato in presenza di un rating corretto, ben potrebbe ritenersi che il danno debba essere quantificato nell'intero valore dell'investimento <sup>(612)</sup> se l'investitore non è riuscito a recuperarlo nemmeno in parte, proprio perché il rating ha riguardo alla probabilità di *default* dell'emittente e quindi l'evento verificatosi rientra nell'oggetto dell'informazione diffusa dall'agenzia al mercato. Altrimenti, il danno dovrebbe essere determinato avendo riguardo alla differenza tra prezzo d'acquisto e prezzo di vendita o ammontare recuperato dall'investitore nell'eventuale procedimento di tipo fallimentare al quale è stato sottoposto l'emittente insolvente.

Il procedimento di determinazione del danno risarcibile si presenta, quindi, come poteva facilmente attendersi, estremamente composito e richiede di considerare non soltanto il sovrapprezzo che l'investitore ha eventualmente pagato a causa della diffusione del rating inesatto (o il minor profitto realizzato dalla vendita), ma anche il rapporto tra prezzo di acquisto e di vendita, senza poter stabilire una regola rigida valida a priori. Queste considerazioni suggeriscono, tuttavia, che la prospettiva migliore in cui porsi ai fini della quantificazione del danno sia comunque quella *ex post*, ossia il momento in cui effettivamente si assista a una (drastica) riduzione o a un azzeramento del valore dell'investimento o alla vendita in perdita dello strumento finanziario e, soprattutto, che la base per calcolare il danno da rating debba essere la differenza tra prezzo pagato all'acquisto e prezzo di vendita del titolo (o valore al momento della domanda in giudizio). Sarà poi necessario «isolare» la parte di danno attribuibile al rating da quella eventualmente dovuta ad altri fattori, tenendo da un lato presente la *out-of-the-pocket measure* e, quindi, la misura dell'alterazione di prezzo in concreto attribuibile al rating, e, dall'altro, le oscillazioni di prezzo attribuibili ad altri accadimenti. La misura del danno preferibile sarebbe, quindi, quella della differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita, depurata dalle diminuzioni di prezzo dovute, ad esempio, a fattori di mercato o relativi all'industria o al settore di riferimento (o alla condotta di soggetti diversi dall'agenzia di rating se trattasi di responsabilità esclusiva).

Del resto, a prescindere dalla sussistenza dell'elemento dell'affidamento, è di tutta evidenza la necessità di introdurre dei «correttivi» volti a depurare l'ammontare del danno da variazioni di prezzo non riconducibili al giudizio di rating, in ossequio al criterio dettato dall'art. 1223 c.c. Difatti, «it is beneficial to distinguish returns attributable to marketwide influences (e.g. news regarding the money supply, government and trade deficits, interest

---

<sup>(611)</sup> G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale per violazione di un obbligo di informazione*, cit. 33.

<sup>(612)</sup> P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 168.



rates and so forth) from returns due to firm specific events (e.g., a dividend announcement, merger talks, product introduction, earning report and so on). The abnormal return constitutes only that portion of the actual return due solely to the firm specific factors»<sup>(613)</sup>.

In sintesi, dunque, la base di partenza della quantificazione del danno da rating sembra dover essere rappresentata dalla differenza tra prezzo di acquisto del titolo e prezzo di vendita (o valore del titolo al momento in cui viene presentata la domanda in giudizio)<sup>(614)</sup>. La determinazione concreta del danno dovrà, tuttavia, tenere conto – sia nei casi in cui possa ravvisarsi una responsabilità esclusiva dell’agenzia, sia nei casi in cui la sua condotta concorra con quella di altri soggetti ai sensi dell’art. 2055 c.c. e risulti dunque necessario determinare, in sede di regresso, la quota parte di danno attribuibile a ciascuno – della concreta alterazione di prezzo dovuta all’emissione del giudizio di rating, valendosi, ove possibile, di *event studies* e di altre tecniche di tipo matematico-statistico<sup>(615)</sup>, depurando, se del caso, l’ammontare del danno così determinato da movimenti di prezzi irrazionali, dovuti all’andamento generale del mercato o dell’industria di riferimento o determinati da altri fattori specifici all’emittente che non riguardano in alcun modo il merito di credito di quest’ultimo.

Il giudice potrà servirsi di ogni elemento di giudizio ritenuto opportuno nell’ambito dei limiti posti dall’art. 1226 c.c. e, ad esempio, potrà tenere conto del prezzo al quale il titolo è sceso a seguito della revisione del rating<sup>(616)</sup>, delle oscillazioni di prezzo nel periodo nel quale l’inesattezza del rating è stata scoperta dal mercato e via dicendo. In ogni caso, egli dovrà altresì considerare le variazioni di prezzo dovute a fattori diversi dall’emissione del giudizio di rating, al fine di evitare che l’agenzia di rating risarcisca perdite di valore del titolo dovute all’andamento generale del mercato, a circostanze relative al settore industriale di riferimento dell’emittente o ad altre circostanze relative all’emittente stesso che non hanno nulla a che vedere con il deterioramento merito di credito<sup>(617)</sup>.

---

<sup>(613)</sup> J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1033.

<sup>(614)</sup> In questo senso anche G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 180, il quale tuttavia non fa cenno alla possibilità di «correggere» l’ammontare del danno risarcibile per tenere conto di altri fattori che possano aver influito sui prezzi di mercato del titolo.

<sup>(615)</sup> Sull’argomento si v. *infra*, § 7.2. di questo capitolo

<sup>(616)</sup> Metodo analogo è seguito da parte della giurisprudenza statunitense che ha adottato «the “expedient” out-of-pocket measure», secondo il quale, come ricorda A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 360, «the price to which the stock falls on the date the fraud is revealed reflects its fraud-free value». A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, cit., 185, ricordano, tuttavia, che «market overreaction, post-corrective disclosure price movement, collateral damage, and apportionment issues can render it difficult to estimate with any degree of reliability the inflation during the damage period using the price drop associated with the disclosure». Pertanto, il giudice dovrà tenere presente altri elementi oltre alla mera diminuzione di prezzo a seguito della scoperta dell’inesattezza del rating, al fine di verificare se la reazione del mercato sia stata in qualche modo amplificata da fattori ulteriori. Nella letteratura italiana si vedano, con riferimento alla responsabilità dei revisori, E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003, 345 ss; e M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d’America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 103 ss., il quale ricorda che negli Stati Uniti, la difficoltà di individuare quale fosse il valore effettivo dei titoli (*fair value*) ha condotto le corti a utilizzare come parametro di riferimento il prezzo dello strumento finanziario a seguito della scoperta della inesattezza o incompletezza dell’informazione diffusa al mercato.

<sup>(617)</sup> Del resto questa è la soluzione adottata dalla giurisprudenza statunitense in materia di quantificazione del danno da *securities fraud*. Come ricorda A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 361, «the majority of courts have opted for a “net loss”

È evidente, dunque, che la valutazione equitativa del danno svolgerà un ruolo di rilievo nella determinazione del *quantum* risarcitorio. Del resto, un ricorso alla valutazione equitativa parrebbe imprescindibile nella liquidazione della parte di danno consistente nel lucro cessante, posto che risulta difficile determinare esattamente il guadagno che l'investitore avrebbe percepito se non avesse subito un pregiudizio per la diffusione del rating inesatto <sup>(618)</sup>. Nei casi più semplici, quando, ad esempio, il rating ha indotto l'investitore alla vendita prematura o a non acquistare il titolo, esso potrebbe essere rappresentato dal successivo rendimento del titolo medesimo <sup>(619)</sup>; tuttavia, negli altri casi, quando occorre in ipotesi valutare altri possibili impieghi più fruttuosi delle somme investite nei titoli acquistati, non pare esservi alternativa alla valutazione equitativa del danno. In tali ipotesi, il giudice, in applicazione dell'art. 1226 c.c., potrebbe ad esempio fare riferimento «al rendimento medio della restante parte del portafoglio del cliente, oppure all'eventuale guadagno derivante da un investimento alternativo in titoli analoghi a quelli trattati, oppure al tasso di rendimento dei titoli di Stato» <sup>(620)</sup> e, per tale via, stimare quanto l'investitore avrebbe potuto guadagnare da un eventuale investimento alternativo a quello effettuato <sup>(621)</sup>, ma, come è evidente, non è facile individuare una regola valevole in ogni caso.

## **Sezione II – Profili di prova.**

---

measure that seeks to remove price-confounding effects from the total stock drop, namely company- or industry-specific news affecting the stock, or conditions affecting the market generally». In argomento si veda anche J.W. EISENHOFER – G.C. JARVIS – J.R. BANKO, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, cit., 1425. Diversamente sembra ritenere, invece, in maniera criticabile, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 417 s., secondo il quale, infatti, «[p]er quanto riguarda il danno emergente, bisogna distinguere il danno derivante dal fatto che l'investitore non è riuscito a rivendere il titolo, da quello dovuto al fatto che il titolo è stato venduto ad un prezzo inferiore, dal danno per mancato acquisto: nel primo caso, il danno equivale alla somma investita nel titolo, oltre ai costi e alle spese di intermediazione; nel secondo caso, bisogna considerare la differenza tra il *quantum* investito e il prezzo che l'investitore ha realizzato dalla vendita dei titoli giudicati erroneamente; nell'ultimo caso, il danno coincide con il costo del titolo valutato nel momento in cui l'investitore avrebbe potuto acquistarlo, che è stato determinato dal giudizio erroneo delle agenzie di rating, detratta la differenza tra il prezzo del titolo e il suo valore effettivo secondo un rating corretto».

<sup>(618)</sup> Così anche M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 653, e, specialmente, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 168.

<sup>(619)</sup> G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 178, ritiene, infatti, che qualora l'investitore sia stato indotto dal giudizio di rating a non compiere un'operazione di investimento che altrimenti avrebbe effettuato, «l'evento di danno lamentato sarebbe rappresentato dal guadagno che l'investitore [...] avrebbe ricavato ponendo in essere l'investimento».

<sup>(620)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 326, il quale richiama Cass., SS.UU., 16 luglio 2008, n. 19499, in *Foro it.*, 2008, I, c. 2786, con nota di A. PALMIERI, c. 2786; con nota di R. PARDOLESI, *Debiti di valuta, «danno da svalutazione» (e il «disgorgement» che non l'aspetti)*, c. 2789; con nota di S.M. SEPE, *Maggior danno da svalutazione monetaria: una prospettiva finanziaria*, c. 2796, in materia di quantificazione del maggior danno ex art. 1224, c. 2, c.c.; Trib. Rimini, 31 dicembre 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). In tal senso si veda anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 806 s.

<sup>(621)</sup> Spetterebbe tuttavia all'investitore la dimostrazione del fatto che, in effetti, egli avrebbe effettuato un diverso tipo di investimento se, ad esempio, non fosse stato indotto ad acquistare determinati strumenti finanziari dall'emissione di un rating errato. In senso analogo si vedano, ad esempio, P. SANNA, *La responsabilità civile delle società di rating nei confronti degli investitori*, cit., 168; M. MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente e (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, nota a Trib. Milano, 1 luglio 2011, n. 8790, in *Obbligazioni e contratti*, 2012, 365; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 418.

## 6. Onere della prova e inadempimento dell'agenzia di rating.

Una volta analizzati gli elementi costitutivi dell'illecito aquiliano di cui potrebbe essere chiamata a rispondere l'agenzia di rating, occorre a questo punto soffermarsi sulle problematiche attinenti alla loro prova. Si è già accennato che l'inadempimento colposo dell'agenzia di rating, ossia la condotta illecita potenzialmente generatrice di responsabilità nei confronti degli investitori, consiste nell'aver emesso un giudizio di rating errato a seguito della violazione dei doveri che la normativa europea pone in capo a quest'ultima – riconducibili, in sostanza, ai doveri di riservatezza, di indipendenza, di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati, di accuratezza nell'elaborazione dei giudizi, di professionalità e competenza e di trasparenza – e, più precisamente, a seguito del mancato rispetto delle puntuali prescrizioni che il Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato, detta al riguardo.

Proprio per quanto riguarda l'identificazione dei possibili inadempimenti e delle possibili condotte illecite dell'agenzia di rating e, specialmente, per quanto riguarda la ripartizione dell'onere della prova tra agenzia e investitore in un eventuale giudizio di responsabilità, viene, dunque, in aiuto il nuovo art. 35-*bis*, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013.

Nel prevedere la responsabilità dell'agenzia ogniqualvolta sia ravvisabile una delle violazioni enumerate dall'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009, infatti, la disciplina europea provvede a una *tipizzazione* dei possibili inadempimenti delle agenzie di rating. Sulla loro natura si è già spesa più di qualche parola <sup>(622)</sup>; occorre tuttavia ricordare che non si tratta esclusivamente di violazioni attinenti la corretta formazione, applicazione e revisione delle metodologie di rating e dei giudizi emessi, ma anche di violazioni concernenti il rispetto delle prescrizioni in materia di trasparenza, struttura organizzativa dell'agenzia di rating e conflitto di interessi, poiché eventuali deficienze in tali ambiti possono, se del caso, influire nel processo di elaborazione del giudizio di rating stesso. Nonostante sia di tutta evidenza che le violazioni delle norme che riguardano la corretta elaborazione dei giudizi di rating siano di primaria importanza sotto il profilo della responsabilità per diffusione di un rating errato al mercato, la disciplina europea ricollega il sorgere di quest'ultima anche alle violazioni dei doveri di indipendenza, di predisposizione di assetti organizzativi adeguati, di professionalità e competenza, di riservatezza e di trasparenza, a patto, ovviamente, che tali violazioni abbiano avuto impatto sul rating emesso e che quindi siano state in grado di sviare, se del caso, la scelta di investimento in concreto assunta o di esercitare un'influenza sulla corretta formazione dei prezzi.

In questo senso, in presenza di un giudizio di rating errato, se le infrazioni sono «tipiche», occorre chiedersi su chi gravi l'onere della prova della sussistenza di una delle violazioni enumerate dall'allegato III, sia nel caso in cui l'agenzia e l'investitore siano legati da un rapporto obbligatorio, sia nel caso in cui questo manchi. A tale interrogativo fornisce una prima risposta già il dettato dell'art. 35-*bis*, par. 2, nel precisare che «[s]petta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso», con un parziale *revirement* rispetto al testo della proposta di regolamento dal quale è originata la presente disciplina, che contemplava infatti

---

<sup>(622)</sup> Si v. *supra*, § 1.2. del terzo capitolo; §§ 1.2.1. e 1.2.1.1. del quarto capitolo e i §§ 2. ss. di questo capitolo.

una parziale inversione dell'onere della prova a favore dell'investitore prevedendo che se l'investitore avesse accertato dei fatti dai quali potersi dedurre la sussistenza di una delle violazioni di cui all'allegato III sarebbe spettata all'agenzia di rating la prova di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non aveva avuto alcun impatto sul rating emesso.

La prova dell'inadempimento o della condotta illecita dell'agenzia sembra dunque gravare in ogni caso sull'investitore, il quale dovrà presentare elementi informativi «precisi e dettagliati» circa la sussistenza di un'infrazione da parte dell'agenzia di rating. Tuttavia, a una più attenta lettura del testo normativo, ci si accorge che, se non può forse affermarsi la sussistenza di un'inversione dell'onere della prova a favore dell'investitore, vi è comunque un'agevolazione probatoria a beneficio di quest'ultimo, poiché la norma prosegue chiarendo che «[l]'organo giurisdizionale competente stabilisce cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating».

Tuttavia, stante una certa ambiguità del testo normativo, parrebbe difficile, affidandosi esclusivamente a un suo esame, determinare con certezza i limiti e l'oggetto dell'eventuale onere probatorio posto in capo all'investitore. L'unica certezza è, infatti, che, secondo la disciplina europea, l'investitore dovrà presentare elementi informativi precisi e concordanti circa la sussistenza di una delle anzidette infrazioni. Dovrà quindi individuare quale delle violazioni elencate nell'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato, sia sussistente nel caso di specie e fornire elementi informativi a supporto di tale allegazione. In altre parole, l'investitore dovrà allegare l'inesattezza del giudizio di rating – circostanza che sarà di regola facilmente individuabile, specie, ad esempio, qualora nonostante un voto positivo si assista al *default* dell'emittente – e sostenere in giudizio, fornendo elementi informativi precisi e dettagliati a supporto, che tale inesattezza è derivata dalla violazione di precise norme giuridiche di fonte europea, disciplinanti lo svolgimento dell'attività di rating, o comunque dal mancato rispetto dello standard di diligenza ad essa applicabile in base alle medesime; violazione che, per le ragioni esposte in precedenza (si v. *supra*, §§ 3., 3.1. e 3.2. di questo capitolo), integra la colpa dell'agenzia di rating. Questa sarebbe, del resto, la condotta illecita *colposa* dell'agenzia di rating.

Ciò detto, si pone un problema pratico di non poca rilevanza: configurando l'onere gravante in capo all'investitore quale vero e proprio onere probatorio pare difficile, se non impossibile, che questi sia in grado di soddisfarlo. L'investitore, infatti, di regola non ha accesso a informazioni che riguardano la «sfera» dell'agenzia di rating e per lui potrebbe essere estremamente complesso non soltanto fornire la prova di un'infrazione dell'agenzia di rating, ma anche soddisfare un più leggero onere di allegazione specifica delle violazioni lamentate.

In caso di «abbonamento» ai giudizi di rating distribuiti esclusivamente tramite *subscription*, l'investitore ha a disposizione qualche informazione in più circa il procedimento di elaborazione delle singole valutazioni e circa il merito di credito della società, poiché, ad esempio, magari ha accesso al testo della relazione che accompagna il giudizio. Normalmente però l'investitore che si affida ai giudizi di rating ha a disposizione esclusivamente il giudizio sintetico emesso dall'agenzia su un emittente o uno strumento finanziario negoziato sui mercati – ad esempio, «BBB» – e le informazioni la cui

comunicazione al pubblico è prescritta dalla legge <sup>(623)</sup>. In entrambi i casi, tuttavia, e a maggior ragione quando l'investitore non ha alcun genere di abbonamento che gli consenta l'accesso a informazioni più approfondite, sembra difficile non soltanto che l'investitore soddisfi un vero e proprio onere probatorio avente ad oggetto l'inadempimento colposo dell'agenzia di rating, ma anche semplicemente un onere di allegazione specifica.

Qualche esempio può aiutare ad illustrare il problema. Si pensi al caso in cui l'infrazione commessa dall'agenzia di rating riguardi prescrizioni normative poste a presidio del dovere di indipendenza e sia, in ipotesi, consistita nel non aver posto in essere le misure organizzative necessarie per la prevenzione o la gestione dei conflitti di interesse, ovvero nel non aver impedito che gli interessi economici che l'agenzia di rating vanta nei confronti di un emittente valutato ne compromettano l'indipendenza o l'autonomia di giudizio. Addossare l'onere della prova all'investitore significa chiedergli di dimostrare che gli assetti organizzativi e di controllo della società non sono adeguati allo scopo ovvero di documentare la sussistenza di rilevanti e persistenti rapporti e interessi economici tra l'agenzia di rating e l'emittente. Tuttavia, tali informazioni e tale documentazione non sono di regola a disposizione dell'investitore, né sono facilmente reperibili. Nonostante la normativa europea richieda all'agenzia di rating di comunicare al pubblico alcune informazioni circa i propri procedimenti di controllo e contenimento dei conflitti di interesse o i nomi dei clienti dai quali essa trae la maggior parte del proprio fatturato, non è assurdo immaginare che tali informazioni, seppur dischiuse correttamente, non siano sufficienti a fornire all'investitore gli elementi informativi precisi e dettagliati di cui parla l'art. 35-bis. Se, ad esempio, l'inesattezza del giudizio di rating fosse stata determinata (anche) da una parzialità dell'agenzia derivante dalla mancanza di indipendenza in seno alla funzione di *compliance* o se i rapporti economici tra l'agenzia e l'emittente non si esaurissero o non consistessero nella quota di fatturato percepita dall'emittente, la *disclosure* delle predette informazioni al pubblico non sarebbe di alcun aiuto all'investitore che su di esse volesse costruire la propria difesa.

Parimenti, nel caso in cui l'agenzia fosse venuta meno al proprio dovere di predisporre assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati poiché, ad esempio, i sistemi di controllo interno non hanno svolto efficacemente il loro compito o perché la funzione di revisione non si è occupata di rivedere approfonditamente le metodologie di rating, sarà difficile che l'investitore riesca ad ottenere informazioni o documenti in grado di dimostrare concrete carenze nei suddetti processi.

Analogamente, infine, sarà difficile per l'investitore ottenere informazioni tali da poter sostenere in giudizio che l'agenzia di rating è venuta meno al proprio dovere di accuratezza o al proprio dovere di professionalità e competenza, poiché, ad esempio, le metodologie di rating utilizzate erano inadeguate o non sono state applicate correttamente, ovvero poiché gli amministratori della società non erano in possesso di sufficienti conoscenze nel campo dei servizi finanziari, o non è stato allocato il giusto numero di risorse umane all'elaborazione di un determinato rating. È pur vero che l'investitore, magari con l'ausilio di un esperto o consulente tecnico, potrebbe *forse* arrivare a sostenere in giudizio che le metodologie di rating – che, come si è più volte ricordato, devono essere rese pubbliche – non consentono di pervenire a un giudizio di rating credibile ed affidabile con riferimento a un particolare prodotto finanziario, ma è altrettanto vero che la pubblicazione di metodologie di rating palesemente inadeguate è uno scenario invero poco

---

<sup>(623)</sup> Al riguardo cfr. F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, cit., 251, nota 119.

probabile e che si tratterebbe di una indagine comunque particolarmente ardua per l'investitore, la quale, come si anticipava, non potrebbe prescindere dall'aiuto di un esperto. Inoltre, sebbene in questo caso l'intervento di un esperto potrebbe in effetti essere d'aiusilio alla difesa attorea, pare fuor di dubbio che di regola in altri casi non è nemmeno possibile immaginare attraverso quali strumenti l'investitore potrebbe soddisfare un onere probatorio di tal genere o anche solo un onere di allegazione specifica. Come può, infatti, l'investitore fornire elementi informativi precisi e dettagliati circa il fatto che la maggioranza degli amministratori dell'agenzia di rating non dispone, nei fatti, di sufficienti conoscenze nel campo dei servizi finanziari e che, per tale ragione, il giudizio di rating si è rivelato errato?

In conclusione, dunque, nonostante ci siano certamente a livello teorico delle ipotesi in cui l'investitore potrebbe soddisfare quantomeno l'onere di allegare le specifiche violazioni contestate, si tratta di occorrenze veramente marginali. Qualora, ad esempio, l'agenzia di rating non sia dotata di un organo amministrativo collegiale, ma sia gestita da un amministratore unico, basterebbe una visura camerale per consentire all'investitore di dimostrare l'inadeguatezza del modello di amministrazione prescelto e la violazione della normativa europea (posto che, tuttavia, anche in questo caso, a voler interpretare in modo stringente le predette disposizioni, rimarrebbe comunque il problema di provare l'impatto distorsivo sul rating di una simile violazione). Si tratterebbe, tuttavia, di una violazione così macroscopica da poter essere ragionevolmente ritenuta una mera ipotesi di scuola. Nella grandissima maggioranza dei casi, infatti, le infrazioni più frequenti, elencate nell'allegato III, riguardano processi interni all'agenzia di rating di cui il pubblico degli investitori non ha alcuna conoscenza e in relazione ai quali è difficile che l'investitore riesca ad ottenere alcuna informazione. Gli obblighi di comunicazione al pubblico e il più volte ricordato dovere di trasparenza impongono certamente all'agenzia di rating un'ampia *disclosure* su molti momenti dell'attività valutativa. Tuttavia, di norma, le informazioni in questione non sono idonee a fondare un'eventuale doglianza dell'investitore, poiché, come si ricordava, gli obblighi di trasparenza nei confronti del pubblico servono una diversa finalità. Attraverso un'ampia *disclosure* il legislatore europeo vuole fornire agli investitori – specie se professionali – tutti gli strumenti necessari per valutare autonomamente l'affidabilità e la credibilità del giudizio di rating e intende, quindi, scoraggiare un atteggiamento di affidamento automatico ai giudizi anzidetti, come dimostrano, ad esempio, le disposizioni che richiedono la pubblicazione dei tassi di inadempimento dell'agenzia e delle sue *performance* storiche. Si tratta di informazioni che, specie a un investitore professionale, dovrebbero indicare il grado di credibilità e di accuratezza dei giudizi di rating e che di per sé poco o nulla dicono circa l'eventuale sussistenza di una delle violazioni elencate dall'allegato III.

Paradossalmente, l'unico dovere la cui violazione potrà essere facilmente allegata e provata dall'investitore sarà quello relativo alla trasparenza nei confronti del mercato. L'investitore dispone infatti di tutti gli strumenti necessari per sapere se l'agenzia di rating ha fornito al pubblico le informazioni di cui per legge essa era tenuta a dare *disclosure*, ma oltre tale prova l'investitore difficilmente potrà spingersi e non è detto che la dimostrazione di un'infrazione relativa a un obbligo di comunicazione al pubblico sia in concreto rilevante in punto di responsabilità.

Il considerando (24) della proposta di regolamento presentata il 15 novembre 2011 osservava infatti che «occorre che le violazioni che non incidono sul risultato del rating, come il mancato rispetto degli obblighi di trasparenza, non diano luogo ad azioni per responsabilità civile». Nonostante il Regolamento UE n. 462/2013 non faccia più espresso

riferimento al fatto che il mancato rispetto degli obblighi di trasparenza non può dar luogo al diritto al risarcimento, esso continua, tuttavia, a richiedere, a fini risarcitori, che la violazione contestata abbia in concreto avuto un impatto sul rating (cfr. considerando (32) e art. 35-*bis*), conducendo ad esiti analoghi a quelli auspicati dalla proposta di regolamento menzionata. Si tratta di una scelta ragionevole da parte del legislatore europeo: se la violazione in concreto considerata non ha avuto un'influenza sulla valutazione compiuta dall'agenzia, il rating è corretto e non pare configurabile alcun danno per l'investitore (l'investitore avrà fatto affidamento su un rating esatto e non sarà comunque possibile un'artificiosa alterazione dei prezzi di mercato dovuta al rating). Il problema sta dunque nel fatto che le mere violazioni del dovere di trasparenza non sembrano in grado di avere un impatto sul rating, o comunque sul prezzo degli strumenti finanziari comprati o venuti dall'investitore, e, quindi, nonostante il Regolamento UE n. 462/2013 non utilizzi la stessa terminologia della precedente proposta di regolamento, esso sembra, nei fatti, portare a conclusioni coincidenti. Del resto, se, ad esempio, le metodologie di rating sono adeguate, precise e sistematiche, il giudizio di rating sarà con tutta probabilità esatto anche se esse non sono state rese pubbliche nella loro interezza, con esclusione di ogni danno per l'investitore.

Alla luce di quanto detto finora sembra, dunque, che gli investitori non dispongano degli strumenti informativi necessari non soltanto a provare, ma talvolta anche ad allegare in maniera specifica l'inadempimento colposo dell'agenzia di rating, inteso quale violazione dei doveri di indipendenza, di adeguatezza degli assetti organizzativi adottati, di accuratezza, professionalità e competenza, di cui all'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009. Essi saranno semmai in grado di provare una violazione della trasparenza richiesta dalla disciplina europea, la quale, però, difficilmente farà sorgere il diritto al risarcimento in capo all'investitore poiché le violazioni delle norme in materia di *disclosure* non hanno di regola un impatto sul rating e, pertanto, non producono un danno per l'investitore.

Del problema di *effettività della tutela* apprestata per l'investitore sembra, tuttavia, consapevole anche il legislatore europeo. Il considerando (34) del Regolamento UE n. 462/2013, anticipando la norma poi dettata dall'art. 35-*bis*, nel prevedere che spetta all'investitore di fornire informazioni precise e dettagliate che indichino l'avvenuta violazione da parte dell'agenzia di rating di una delle norme che presiedono allo svolgimento dell'attività valutativa, afferma infatti che tale onere in capo all'investitore deve essere valutato dall'organo giurisdizionale competente, tenendo in debita considerazione il fatto che l'investitore potrebbe non avere accesso a informazioni che rientrano puramente nella *sfera* dell'agenzia di rating. Il successivo considerando (36) riprende poi il medesimo concetto, precisando che, nonostante gli investitori, specie se istituzionali, grazie alle novità introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013 avranno maggiori strumenti informativi per effettuare una propria valutazione del rischio di credito dell'investimento considerato, occorre non sottovalutare, nell'eventuale giudizio di responsabilità promosso nei confronti dell'agenzia, il fatto che gli investitori «continueranno ad avere un accesso più limitato alle informazioni rispetto alle agenzie di rating del credito» e che «i piccoli investitori in particolare possono non essere in grado di valutare criticamente un rating del credito fornito da un'agenzia di rating del credito»<sup>(624)</sup>.

---

<sup>(624)</sup> Così si esprimeva anche il considerando (28) della proposta di regolamento del 15 novembre 2011 che, al riguardo, precisava che «[il] presente regolamento migliorerà le possibilità degli investitori di effettuare una propria valutazione del rischio, ma gli investitori continueranno ad avere un accesso più limitato alle informazioni rispetto alle agenzie di rating del credito. Inoltre, in particolare i piccoli investitori

Il legislatore europeo, dunque, attraverso la previsione di cui all'art. 35-*bis*, par. 2, secondo la quale «[l']organo giurisdizionale nazionale competente stabilisce cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating», prende atto dei problemi di prova per l'investitore della condotta illecita colposa dell'agenzia di rating e demanda al giudice nazionale competente l'adozione di eventuali meccanismi agevolativi della prova, attingendo alle regole del proprio ordinamento giuridico. Vi è, dunque, da chiedersi a quali regole e principi possa fare ricorso il giudice italiano per fare in modo che il diritto di ricorso riconosciuto agli investitori dalla normativa europea sia effettivo e reale. Del resto, l'effettività della tutela, a prescindere dalle indicazioni in materia di riparto dell'onere della prova fornite dall'art. 35-*bis*, si pone come obiettivo centrale delle regole di responsabilità introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013. Si tratta di un obiettivo che non può essere disatteso e alla luce del quale occorre interpretare la disciplina vigente <sup>(625)</sup>.

### 6.1. (*Segue*) Il ricorso al principio della vicinanza della prova al fine di agevolare la prova dell'inadempimento e della colpa dell'agenzia di rating.

Lo strumento al quale potrebbe fare ricorso il giudice italiano per alleggerire l'onere della prova gravante in capo all'investitore è rappresentato dal principio di vicinanza della prova <sup>(626)</sup> che, nell'ultimo decennio, ha costituito un utile espediente di origine giurisprudenziale per redistribuire o ricalibrare i carichi probatori tra le parti in giudizio.

Affermato per la prima volta nella ricordata sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione del 30 ottobre 2001, n. 13533 <sup>(627)</sup>, il principio di vicinanza della prova intende servire esigenze di effettività di tutela e di ragionevolezza nella suddivisione dei carichi probatori in tutti quei casi – sempre più frequenti nella moderna economia di mercato – in cui si manifestano problemi di asimmetria informativa tra le parti. Secondo tale regola di giudizio, infatti, «l'onere della prova deve essere ripartito tenuto conto, in concreto, della possibilità per l'uno o per l'altro soggetto di provare fatti e circostanze che ricadono nelle rispettive *sfer*e di azione», <sup>(628)</sup> (*enfasi aggiunta*) con una curiosa somiglianza tra la terminologia utilizzata dalla Suprema Corte e quella utilizzata di recente dal legislatore europeo nella traduzione italiana dell'art. 35-*bis*, che fa riferimento, appunto, alla «sfera» dell'agenzia di rating.

In realtà, la sentenza n. 13533/2001 ha un oggetto ben più ampio e non si ferma alla mera enunciazione del principio di vicinanza della prova. Trovatasi a giudicare in materia di responsabilità per inadempimento di obbligazioni contrattuali – il caso di specie riguardava l'inadempimento di un'obbligazione di fare consistente nell'insonorizzazione di

---

spesso non sono in grado di valutare criticamente un rating esterno fornito da un'agenzia di rating del credito».

<sup>(625)</sup> Il considerando (49) del Regolamento UE n. 462/2013 annovera tra gli obiettivi dell'intervento normativo quello di «*garantire un diritto di ricorso agli investitori*» (*enfasi aggiunta*). In argomento si veda anche il considerando (32) del medesimo regolamento.

<sup>(626)</sup> L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 206; M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 161; M. MAUGERI, *Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra "tentazioni" pubblicistiche ed enforcement privatistico*, cit., 269. Per l'opinione di quest'ultimo Autore si veda, inoltre, quanto riportato alla nota 551 di questo scritto.

<sup>(627)</sup> Si veda *supra*, § 1. di questo capitolo.

<sup>(628)</sup> Cfr. Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, cit., 115; in *Corr. giur.*, cit., 1567; in *Nuova giur. civ. comm.*, cit., 353.



una parete, per il quale era stato determinato un risarcimento in via convenzionale attraverso la previsione di una clausola penale – la Corte di Cassazione era stata infatti chiamata a esaminare quali fossero le regole di riparto dell'onere probatorio nei casi in cui venissero invocati i rimedi previsti dall'art. 1453 c.c., norma secondo la quale, nei contratti a prestazioni corrispettive, la parte adempiente può, a sua scelta, chiedere l'adempimento del contratto o la risoluzione, salvo in ogni caso il risarcimento del danno a norma dell'art. 1218 c.c. In tale circostanza le Sezioni Unite della Corte di Cassazione sono arrivate ad affermare l'unitarietà del regime probatorio in materia contrattuale. Superando una precedente divisione interpretativa – ritenuta da alcuni più apparente che reale <sup>(629)</sup> – la Corte infatti è giunta a sostenere che, sia che il creditore domandi l'adempimento dell'obbligazione contrattuale rimasta inadempita, sia che domandi la risoluzione del contratto, sia ancora che, anche in via autonoma, egli chieda il risarcimento del danno, egli deve provare esclusivamente il titolo su cui si fonda la propria pretesa, ossia la fonte dell'obbligazione debitoria, potendosi limitare ad allegare l'inadempimento. Il debitore dovrà a sua volta provare di aver esattamente adempiuto ovvero che l'inadempimento non è dipeso da causa a lui imputabile e tale distribuzione dell'onere della prova rimarrà ferma anche in caso di inesatto adempimento, ossia di inadempimento non conforme al programma negoziale, estendendo anche a tale ipotesi le regole, sopra esposte, già dettate in materia di mancato adempimento <sup>(630)</sup>.

La decisione della Suprema Corte è qui di primario interesse proprio perché, accanto a ragioni di omogeneità e al principio di persistenza del diritto, adduce anche il principio di vicinanza o ragionevole esigibilità della prova a sostegno delle proprie conclusioni, sulla scorta del fatto che non tenere conto della «vicinanza» della prova rispetto a una delle parti processuali significherebbe, nel caso esaminato, addossare al creditore della prestazione rimasta inadempita la prova del mancato adempimento, ossia di un fatto negativo rappresentato dal non aver ricevuto la prestazione dovuta, e quindi richiedere a costui una prova senza dubbio più difficile rispetto alla prova dell'adempimento per il debitore. La prova dell'adempimento infatti è per il debitore verosimilmente più agevole da fornire rispetto alla prova dell'inadempimento per il creditore, posto che l'adempimento ricade nella sua «sfera» d'azione e che, per tale ragione, qualora l'adempimento vi sia stato, costui è di regola già in possesso dei documenti e di tutti gli elementi informativi necessari a darne dimostrazione in giudizio <sup>(631)</sup>. La ragionevole vicinanza della prova sarebbe dunque la ragione sottesa alla regola per cui, nelle ipotesi di responsabilità disciplinate dall'art. 1218 c.c., spetterebbe al debitore la prova di aver esattamente adempiuto.

Nonostante la sentenza citata abbia riguardo a un caso dotato delle sue peculiarità, e attenga, precisamente, alla responsabilità per inadempimento di obbligazioni *ex art.* 1218 c.c., essa pare dotata di una notevole forza espansiva anche in relazione a fattispecie diverse da quella esaminata dalla Corte. Essa prende, infatti, posizione anche su tematiche probatorie non strettamente attinenti al caso di specie, come la distribuzione dell'onere

---

<sup>(629)</sup> Così, ad esempio, G. VISINTINI, *La Suprema Corte interviene a dirimere un contrasto tra massime (in materia di onere probatorio a carico del creditore vittima dell'inadempimento)*, cit., 907; V. MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*, nota a Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Corr. giur.*, 2001, 1571 s.; P. DE'CAPITANI DI VIMERCATE, *Il regime probatorio*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visentini, III, Padova, 2009, 761 s.

<sup>(630)</sup> Cfr. Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, cit., 117; in *Corr. giur.*, cit., 1568; in *Nuova giur. civ. comm.*, cit., 354 s.

<sup>(631)</sup> Si veda sempre Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, cit., 116; in *Corr. giur.*, cit., 1567 s.; in *Nuova giur. civ. comm.*, cit., 354.

della prova in caso di eccezione di inadempimento o, come si accennava, di inesatto adempimento, attraverso argomentazioni che non possono essere qualificate come meri *obiter dicta* <sup>(632)</sup>. Ciò è dimostrato, tra l'altro, anche dal fatto che la giurisprudenza successiva, specie di legittimità, ha pedissequamente seguito le regole in materie di onere della prova dettate dalle Sezioni Unite nella sentenza n. 13533/2001 e i principi ad esse sottesi, applicandoli a una notevole varietà di fattispecie e, aspetto ben più interessante, anche in relazione a ipotesi di responsabilità extracontrattuale <sup>(633)</sup>.

Per tale ragione, malgrado tale sentenza non sia priva di criticità, specie, come vedremo subito appresso, nella parte in cui estende all'inesatto inadempimento le regole probatorie stabilite per le ipotesi di mancato adempimento, non ci si può non chiedere a quale risultato pratico si giungerebbe attraverso l'applicazione alla materia del danno da rating delle regole e dei principi da essa enucleati e, in particolare, appunto, del principio di vicinanza o ragionevole esigibilità della prova.

Applicare il principio di vicinanza della prova alla prova della condotta illecita colposa dell'agenzia di rating, e quindi ai casi in cui si ritiene che l'agenzia di rating possa aver commesso, per dolo o colpa grave, una delle infrazioni elencate all'allegato III, significa, del resto, proprio tenere conto del fatto, ricordato dall'art. 35-*bis*, par. 2, che l'investitore «potrebbe non avere accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating». A seconda dei casi e, specialmente, della natura e del tipo della specifica violazione lamentata, l'investitore potrà avere accesso a informazioni di natura e ammontare diversi e comunque insufficienti al fine di sostenere la propria difesa in giudizio. Per tale ragione, ai fini di garantire l'effettività della tutela predisposta dal legislatore europeo e di evitare, all'atto pratico, il totale svuotamento del dato normativo, il ricorso al principio di vicinanza della prova parrebbe, nella quasi totalità dei casi, addirittura necessitato. Esso, infatti, «appare soprattutto giustificato nel caso che, per la complessità tecnica della prestazione o per altre ragioni, vi sia una disparità delle parti nella gestione della prova» <sup>(634)</sup>; disparità che è senza dubbio ravvisabile tra agenzia di rating e investitore e che potrebbe definirsi addirittura come strutturale e connaturata al tipo di servizio che

---

<sup>(632)</sup> Così G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, cit., 708.

<sup>(633)</sup> Un'importante applicazione del principio della ragionevole esigibilità della prova in materia extracontrattuale è rappresentata da Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 582, in *La Responsabilità Civile*, 2008, 692, con nota di M. DRAGONE, *Le S.U., la "vicinanza della prova" e il riparto dell'onere probatorio*; in *Giur. it.*, 2008, 2192. Il principio di vicinanza della prova è stato frequentemente applicato al riparto degli oneri probatori tra paziente e dirigente sanitario nei casi di responsabilità medica. Si veda ad esempio Cass., 26 gennaio 2010, n. 1538, in *La Responsabilità Civile*, 2010, con nota di M. GORGONI, *Gli obblighi sanitari attraverso il prisma dell'onere della prova*, la quale sottolinea «l'indirizzo ormai consolidato che, anche in assenza di univoche indicazioni normative, spinge verso l'impiego della maggiore vicinanza o disponibilità della prova» (*ivi*, 670). Per un'altra recente applicazione del principio di vicinanza della prova, come enunciato dalla sentenza n. 13533/2001, si veda, ad esempio, Trib. Ivrea, 12 dicembre 2013, (s.m.), in *Il lavoro nella giurisprudenza*, 2014, 514. Per un commento dell'applicazione di detto principio in ambito giuslavoristico si veda M. DE LUCA, *Diritto delle prove e processo del lavoro nel nuovo corso della giurisprudenza*, in *Il lavoro nella giurisprudenza*, 2009, 981.

<sup>(634)</sup> P. TRIMARCHI, *Il contratto: inadempimento e rimedi*, Milano, 2010, 194 s. In materia di responsabilità delle società di revisione cfr. anche S. FORTUNATO, *Commento all'art. 2409-sexies*, cit., 858, ove ritiene che «[l']attore, in sostanza, avrà l'onere di dimostrare i fatti alla base della propria pretesa risarcitoria, deducendo in giudizio tutti quegli elementi – e solo quelli – che è in grado di fornire, in relazione non già alla propria condizione personale, bensì alla condizione in cui tipicamente si trovano i soggetti che ricoprono la sua stessa posizione. Il risultato che ne scaturisce è che il terzo danneggiato dovrà provare, innanzitutto, lo scostamento tra la situazione reale e quella descritta dal revisore; e, in secondo luogo e ove possibile, se vi sia stata evidenziazione di attività inesistenti, esagerazione di attività esistenti, oppure occultamento o sottovalutazione di passività, essendo ciò sufficiente a far desumere al giudice la negligenza del revisore, ammesso in risposta a dare prova di aver agito diligentemente».

L'agenzia di rating svolge a beneficio del mercato. Se, infatti, una delle funzioni tradizionalmente attribuite alle agenzie di rating è quella di colmare le asimmetrie informative presenti sui mercati finanziari, attraverso lo svolgimento di un'attività altamente specializzata che l'investitore difficilmente potrebbe procurarsi altrove e che comporta l'accesso ad informazioni riservate sul merito di credito degli emittenti valutati e dei loro strumenti finanziari – informazioni che solitamente non sono a disposizione né del pubblico degli investitori né di altri intermediari specializzati –, e se si considera che detta attività professionale richiede comunque che venga adoperato un certo margine di discrezionalità nelle valutazioni elaborate, pur all'interno di un quadro di regole di settore riconducibili, in sostanza, alle regole che governano la tecnica dell'analisi finanziaria, è evidente che l'asimmetria informativa presente già nello stadio «fisiologico» del rapporto tra investitore e agenzia, non potrà non influire anche sulla distribuzione delle informazioni rilevanti ai fini dell'assolvimento di un eventuale onere probatorio. L'investitore si affida ai giudizi dell'agenzia di rating poiché essi forniscono informazioni sul merito di credito difficilmente reperibili altrimenti. Rimanendo estraneo all'attività svolta dall'agenzia, dalla quale riceve esclusivamente le informazioni condensate nel giudizio sintetico o poco più, talvolta non è nemmeno in grado di identificare, nel suo contenuto, l'atto colposo che ha determinato il danno<sup>(635)</sup> e, pertanto, talvolta non sarà nemmeno in grado di identificare in astratto a quali violazioni del Regolamento CE n. 1060/2009 l'inesattezza del giudizio di rating potrebbe essere ascritta. Di tale contesto non può non tenersi conto in sede di distribuzione dei carichi probatori, pena l'assoluta inefficacia della tutela predisposta dal legislatore europeo: a tal fine soccorre, dunque, il principio di vicinanza della prova.

L'applicazione del principio di vicinanza della prova al fine di ricalibrare la distribuzione dei carichi probatori tra agenzia di rating e investitore richiede, pertanto, di adottare una regola flessibile<sup>(636)</sup>, comunque basata sulla premessa che, di norma, nell'illecito aquiliano la prova della condotta *non jure* e la prova della colpa spettano al soggetto danneggiato, e giustificata dal fatto che è già l'art. 35-*bis* a introdurre un temperamento, stabilendo che, nonostante spetti all'investitore addurre elementi informativi precisi e dettagliati a sostegno della sussistenza di una delle violazioni elencate dall'allegato III, il giudice nazionale potrà tener conto del fatto che l'investitore non ha in concreto accesso alle informazioni strettamente pertinenti alla sfera dell'agenzia di rating. La flessibilità di tale standard sta, quindi, nel consentire uno spostamento più o meno marcato dell'onere probatorio verso l'agenzia di rating, addossandole in concreto, a seconda dei casi, l'onere di provare di aver esattamente e diligentemente adempiuto, qualora, come si accennava pocanzi, il giudice accerti che, nonostante le informazioni

---

<sup>(635)</sup> La sentenza Cass., 5 aprile 2005, n. 7081, in *Contratti*, 2005, 971, con nota di U. CARNEVALI, *La prova della colpa grave nelle clausole di esonero da responsabilità*, prospetta la possibilità che il creditore, proprio in ragione del fatto che la prestazione del debitore ricade nella sfera di controllo di quest'ultimo, non sia in grado di «identificare nel suo contenuto l'atto colposo che ha determinato l'inadempimento».

<sup>(636)</sup> Così P. TRIMARCHI, *Il contratto: inadempimento e rimedi*, cit., 194 s., il quale, pur ritenendo che normalmente, quando la prestazione ha ad oggetto un servizio, spetti al creditore l'allegazione specifica e la prova delle difformità e dei difetti contestati, osserva che nelle obbligazioni di mezzi, che richiedono l'impiego di una diligenza adeguata, «se la realizzazione del risultato corrisponde alla normalità dei casi, la sua mancata realizzazione fa presumere il difetto della prestazione resa, rovesciando così sul debitore l'onere di provare la propria diligenza», specialmente qualora vi sia una situazione di disparità tra le parti nella gestione della prova. L'Autore prosegue infatti chiarendo che «il gioco delle presunzioni di fatto, unito a considerazioni sulla ragionevole esigibilità della prova (o, come si usa dire, della “vicinanza della prova”) può spostare da una parte all'altra l'onere della prova o del suo completamento, restando così esclusa la meccanica applicazione di schemi rigidi e semplificatori».

pubblicamente disponibili, l'investitore non potrebbe materialmente soddisfare l'onere della prova della condotta colposa.

Tuttavia, a differenza dei casi di responsabilità contrattuale *ex art. 1218 c.c.*, per i quali l'applicazione del principio di ragionevole esigibilità della prova giustifica una vera e propria inversione dell'onere probatorio a favore del creditore, in ambito extracontrattuale il criterio di ragionevole esigibilità della prova non arriva a spostare del tutto il predetto onere a carico del soggetto danneggiante. Come è stato chiarito, infatti, dalla Suprema Corte, quando si è occupata di vagliare l'estendibilità di detto principio a ipotesi di responsabilità extracontrattuale, «mentre nel campo della responsabilità contrattuale, l'onere della prova dell'avvenuto adempimento grava sul debitore ed il principio di vicinanza della prova [ne] è solo una delle varie ragioni [...], in tema di responsabilità extracontrattuale non può farsi riferimento direttamente al principio della vicinanza della prova» per assumere che qualora essa sia nella disponibilità «esclusiva di una delle parti, questa è onerata dal fornirla. In questo caso l'onere della prova [...] rimane pur sempre a carico dell'attore, stante il principio generale di cui all'art. 2697 c.c., in tema di prova del fatto costitutivo del diritto azionato, ma tale prova può essere fornita anche tramite presunzioni, allorché il soggetto convenuto era obbligato (sulla base di norme giuridiche o tecniche) a predisporre la documentazione relativa alla condotta tenuta ed, avendone la disponibilità, non la fornisca, ovvero non l'abbia proprio predisposta»<sup>(637)</sup>. Pertanto, pur spettando all'investitore l'onere di fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino l'avvenuta violazione da parte dell'agenzia di rating del Regolamento CE n. 1060/2009, il giudice, tenendo conto del fatto che l'investitore di regola non ha accesso alle informazioni che pertengono alla «sfera» propria dell'agenzia di rating e che, a seconda dei casi, nemmeno il contenuto dell'atto colposo che ha determinato il danno potrebbe essere noto all'investitore, facendo ricorso al principio di vicinanza della prova, potrebbe ritenere raggiunta la prova per presunzioni, secondo le regole di cui all'art. 2727 c.c., della sussistenza di un inadempimento imputabile all'agenzia di rating, qualora, ad esempio, all'agenzia sia ascrivibile una difettosa tenuta della documentazione sull'attività di rating normativamente prescritta ovvero la «prova non possa essere data per un comportamento ascrivibile alla stessa parte contro la quale il fatto da provare avrebbe potuto essere invocato, nel quadro dei principi in ordine alla distribuzione dell'onere della prova ed al rilievo che assume a tal fine la “vicinanza della prova”, e cioè la effettiva possibilità per l'una o per l'altra parte di offrirla»<sup>(638)</sup>.

L'investitore sarà, dunque, sempre onerato di fornire elementi informativi precisi e dettagliati circa il presunto inadempimento colpevole dell'agenzia di rating. Tuttavia, detto onere probatorio potrebbe tradursi, all'atto pratico, e alla luce delle anzidette difficoltà di prova, nell'onere di un'allegazione «quanto più specifica possibile» dell'inadempimento dell'agenzia, che tenga conto del bagaglio informativo ragionevolmente a disposizione dell'investitore. Il principio di vicinanza della prova consente, quindi, anche in sede

---

<sup>(637)</sup> Cfr. Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 582, in *La Responsabilità Civile*, cit., 697, con nota di M. DRAGONE, *Le S.U., la “vicinanza della prova” e il riparto dell'onere probatorio*, in *Giur. it.*, cit., 2193; sia pure con riferimento all'utilizzo del criterio della ragionevole esigibilità della prova per la prova del nesso causale nell'ambito della responsabilità extracontrattuale.

<sup>(638)</sup> Così si esprime, in materia di responsabilità medica, la Suprema Corte in Cass., 21 luglio 2003, n. 11316, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, I, 265, con nota di C. PASQUINELLI, *Responsabilità medica: la Cassazione torna a interrogarsi sui temi della colpa e della causalità omissiva*, dove la carenza della documentazione prescritta per legge riguardava la difettosa tenuta della cartella clinica, che, secondo la Corte, non poteva valere ad escludere la sussistenza del nesso di causalità tra la condotta colposa dei medici e la morte del paziente. Tale interpretazione è poi stata fatta propria anche da Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 582, cit., 697.

extracontrattuale, di ritenere raggiunta la prova per presunzioni qualora la parte onerata di fornirla non potesse avere accesso agli elementi informativi che sarebbero necessari a soddisfare il proprio onere probatorio e la controparte invece disponesse della documentazione necessaria a provare il proprio esatto adempimento e non l'abbia predisposta o prodotta in giudizio. Nel giudizio di responsabilità nei confronti dell'agenzia di rating esso costituisce, pertanto, un utile strumento per garantire l'effettività della tutela dell'investitore ogni qualvolta l'agenzia di rating non abbia tenuto correttamente la documentazione concernente lo svolgimento dell'attività di rating richiesta dalla legge ovvero si sia rifiutata di produrla in giudizio.

Tale conclusione sembra, inoltre, confermata anche analizzando il possibile riparto degli oneri probatori alla luce di criteri di razionalità economica. Partendo dall'evento noto all'investitore, *i.e.* l'inesattezza del giudizio di rating, e dovendo giungere all'evento da dimostrare, ossia l'inadempimento imputabile dell'agenzia di rating, non può negarsi, infatti, che il costo per l'agenzia di rating di produrre l'informazione necessaria a soddisfare l'onere probatorio di cui essa venisse eventualmente gravata (*i.e.* l'onere di provare di avere esattamente adempiuto) tende a zero, alla luce dei doveri di documentazione imposti dalla normativa europea e del fatto che l'adempimento, in generale, attiene alla «sfera» di azione dell'agenzia di rating; mentre il costo che dovrebbe affrontare l'investitore per fornire la prova dell'inadempimento imputabile dell'agenzia di rating sarebbe sempre estremamente alto e la prova si configurerebbe nella (quasi) totalità dei casi come una vera e propria prova diabolica. Anche sulla base di tali considerazioni si giustifica, dunque, l'adozione di uno standard flessibile di riparto dell'onere probatorio che agevoli la posizione dell'investitore <sup>(639)</sup>.

### **6.1.1. (Segue) Osservanza delle metodologie di rating e formulazione del giudizio sul merito di credito tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato.**

Quanto detto finora risolve però solo in parte i problemi di prova del c.d. elemento soggettivo dell'illecito, specie se si rammenta l'interrogativo dal quale si è partiti (v. *supra*, § 1. di questo capitolo) circa le differenze tra onere della prova gravante sul creditore del servizio di rating, che ha a disposizione il rimedio approntato dall'art. 1218 c.c., e semplice investitore danneggiato dalla condotta dell'agenzia, che può, invece, fare ricorso esclusivamente al rimedio extracontrattuale *ex art.* 2043 c.c. La disamina della sentenza della Cassazione a Sezioni Unite n. 13533/2001 consente, tuttavia, di trarre qualche ulteriore conclusione circa la questione della rilevanza pratica della distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di rating.

Sotto il profilo probatorio sono due le questioni teoriche, in parte già affrontate, che vengono in rilievo. Da una prospettiva contrattuale ci si può, in primo luogo, chiedere se (anche con riferimento alla colpa dell'agenzia) all'adempimento inesatto si applichi lo

---

<sup>(639)</sup> Sull'applicazione di criteri di razionalità economica al fine di giustificare il riparto degli oneri probatori tra le parti in giudizio, tenendo in considerazione il costo di produzione e trasmissione delle informazioni al giudice, si v. G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, cit., 720 ss. Con specifico riferimento all'onere della prova che dovrebbe soddisfare l'investitore nel giudizio promosso nei confronti dell'agenzia di rating cfr., invece, M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 161 s., secondo i quali l'attore dovrebbe «poter fare affidamento su adeguate presunzioni, ispirate da principi di concreta riferibilità della prova e di ragionevole contenimento dei costi per il danneggiato che agisce in giudizio».

stesso regime probatorio valevole per l'inadempimento *tout court* <sup>(640)</sup>. In un secondo momento, e anche con riferimento alla materia extracontrattuale, ci si può inoltre chiedere quali siano le regole applicabili alla prova dell'elemento soggettivo e se la distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato possa avere un qualche rilievo al fine di operare una distinzione tra i due regimi.

Come si è già ricordato, al primo interrogativo la Suprema Corte ha risposto positivamente, affermando che, in materia contrattuale, alle ipotesi di inesatto adempimento si applicano le stesse regole probatorie valevoli per l'inadempimento integrale. La parte che ha subito l'inadempimento è quindi onerata di provare esclusivamente il titolo su cui si fonda la propria pretesa e il danno, allegando l'inadempimento. Questo sulla base dei principi di persistenza del diritto e vicinanza della prova, senza che il creditore debba in alcun caso fornire la prova del dolo o della colpa del debitore. Costui, viceversa, sarà onerato di provare che l'inadempimento o l'inesatto adempimento è dipeso da causa a lui non imputabile che, stando ad un'interpretazione largamente condivisa, non si risolve in un'impossibilità assoluta e oggettiva ad adempiere, ma, appunto, nell'assenza di colpa <sup>(641)</sup>.

---

<sup>(640)</sup> Salvi casi marginali, principalmente relativi alla responsabilità nei confronti dell'emittente, in cui, in presenza di un rapporto contrattuale, il giudizio di rating non venga fornito, il comportamento illecito dell'agenzia è più frequentemente inquadrabile come inesatto adempimento.

<sup>(641)</sup> All'atto pratico, il risultato per quanto riguarda la prova della colpa da parte del creditore non cambia sposando l'opposta tesi che ammette l'estinzione dell'obbligazione solo in presenza di un'impossibilità oggettiva e assoluta non ascrivibile alla sfera del debitore. Secondo tale interpretazione ci si troverebbe infatti al cospetto di un'ipotesi di responsabilità oggettiva nella quale, per definizione, è irrilevante la colpa, che, quindi, non dovrebbe essere provata da chi agisce in giudizio. Si rammenta, al riguardo, che la dottrina civilistica si presenta tuttora fortemente divisa con riferimento all'interpretazione dell'art. 1218 c.c. Da una parte, sulla scorta di un'opinione già sostenuta nel vigore del codice precedente, vi è chi sostiene che il debitore inadempiente sarebbe sempre responsabile, anche se non in colpa, a meno che l'obbligazione non possa dirsi estinta per un'impossibilità oggettiva e assoluta che non derivi da colpa di costui. Tale tesi è stata autorevolmente sostenuta da G. OSTI, *Revisione critica della teoria sull'impossibilità della prestazione*, in *Scritti giuridici*, I, Milano, 1973, 3 ss. (v. spec. 167), e ripresa, tra gli altri, anche da L. MENGONI, voce *Responsabilità contrattuale (diritto vigente)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 1089; e M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 211. Quest'ultimo osserva, infatti, che «[m]entre nel fatto illecito la colpa conserva un ruolo di primo piano, nella responsabilità da inadempimento dell'obbligazione la colpa sembra non avere alcuna funzione, se mai l'ha avuta. L'art. 1218 c.c. prevede una responsabilità oggettiva del debitore dalla quale egli si libera dimostrando che l'inadempimento dipese da un'impossibilità sopravvenuta della prestazione dovuta a causa a lui non imputabile. Pertanto la prestazione è impossibile, quando la sua esecuzione non è esigibile da parte di nessun debitore; mentre la causa dell'inadempimento non è imputabile quando il debitore dimostri la specifica causa fortuita che determinò l'inadempimento, restando a suo carico le cause ignote. Con la precisazione che, oltre al resto, è fortuita la causa che non dipende dal fatto del debitore». Tralasciando per ragioni di semplicità l'opinione di chi, pur sposando la tesi della responsabilità oggettiva, ha ritenuto opportuno apportarvi dei correttivi al fine di dar rilievo all'impossibilità c.d. relativa o alla buona fede nell'adempimento dell'obbligazione, secondo altra parte della dottrina, invece, anche la responsabilità debitoria sarebbe fondata sulla colpa. In questo senso, non risponderebbe dell'inadempimento dell'obbligazione il debitore che non abbia potuto adempiere «per impedimenti non prevedibili né superabili alla stregua dello sforzo diligente dovuto». «L'impossibilità sopravvenuta è l'impedimento *non prevedibile né superabile con la dovuta diligenza*. In definitiva, il debitore risponde perché in colpa». La tesi è difesa, tra gli altri, da C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 15 ss. (spec., 16 s.), il quale ripercorre altresì il dibattito dottrinale di cui trattasi. In tal senso si vedano anche V. POLACCO, *Le obbligazioni nel diritto civile italiano*, Roma, 1914, 333 ss.; A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 149 ss. e 202; e, sia pure con riferimento all'estinzione delle obbligazioni nel codice civile previgente, N. COVIELLO, *Del caso fortuito in rapporto alla estinzione delle obbligazioni*, Lanciano, 1895, 83 ss. (spec. 92 e 94 ss.) secondo il quale il debitore è liberato sia in caso di impossibilità obiettiva sia in caso di responsabilità «subiettiva», quando l'impossibilità soggettiva è reale e non è una mera difficoltà del debitore ad adempiere (*ivi*, 87).

Su tale premessa si innesta l'ulteriore presa di posizione della Suprema Corte circa l'irrilevanza, sotto il profilo probatorio, della distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato – alla quale da tempo si faceva riferimento onde ravvisare la sussistenza di un regime probatorio analogo a quello extracontrattuale nei casi in cui l'inesatto adempimento si fosse verificato con riferimento a un'obbligazione di mezzi o di comportamento – con la conseguenza di giungere ad affermare una netta distinzione tra regime probatorio in materia contrattuale e regime probatorio in materia extracontrattuale, specie per quanto riguarda la prova del dolo e della colpa <sup>(642)</sup>.

La giurisprudenza precedente, invece, richiedeva al creditore la prova dell'inesatto adempimento e, diversamente dall'orientamento giurisprudenziale appena citato, un'opinione largamente condivisa ha per lungo tempo sostenuto che in presenza di un'obbligazione di mezzi o di comportamento – che si distingue dall'obbligazione di risultato, nella quale «il debitore è tenuto a realizzare una determinata finalità a prescindere da una specifica attività strumentale», poiché «il debitore è tenuto a svolgere un'attività a prescindere dal conseguimento di una determinata finalità» <sup>(643)</sup> – non troverebbero applicazione le regole generali <sup>(644)</sup>. Nonostante in ambito contrattuale non occorra che il creditore provi la colpa del debitore, spettando a costui la dimostrazione dell'assenza di un inadempimento imputabile, in presenza di un'obbligazione di mezzi troverebbe dunque applicazione una regola analoga a quella valevole in ambito extracontrattuale, secondo la quale spetta al danneggiato la prova della colposità della condotta foriera del danno.

Al riguardo, sia i sostenitori della natura «oggettiva» della responsabilità *ex art.* 1218 c.c., sia coloro che, invece, ne hanno rimarcato la natura «colposa», hanno osservato che in presenza dell'obbligo di svolgere una determinata attività, solitamente di natura professionale, la prova della negligenza viene sostanzialmente a coincidere con la prova dell'inadempimento, poiché, nelle obbligazioni di mezzi, è la stessa diligenza nell'adempimento a essere dedotta in obbligazione, con la conseguenza che il creditore

---

<sup>(642)</sup> Cfr. Cass. SS.UU., 28 luglio 2005, n. 15781, in *Obbligazioni e Contratti*, 2006, 712, con nota di L. FOLLIERI, *Obbligazioni di mezzi e di risultato nella prestazione del progettista-direttore dei lavori*; in *La Responsabilità civile*, 2006, 229, con nota di G. FACCI, *L'obbligazione di risultato del progettista al vaglio delle Sezioni Unite*; ove la Suprema Corte critica la distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato, sia poiché un risultato pare dovuto in tutte le obbligazioni, sia sotto il profilo dell'onere della prova, ritenendo che «il meccanismo di ripartizione dell'onere della prova ai sensi dell'art. 2697 c.c. in materia di responsabilità contrattuale [...] è identico, sia che il creditore agisca per l'adempimento dell'obbligazione, *ex art.* 1453 c.c., sia che domandi il risarcimento per l'inadempimento contrattuale, *ex art.* 1218 c.c., senza richiamarsi in alcun modo alla distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato». Per una successiva pronuncia in tal senso si veda Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Danno e resp.*, 2008, 791, con nota di G. VINCIGUERRA, *Nuovi (ma promissori?) assetti della responsabilità medica*; in *Danno e resp.*, 2008, 871, con nota di A. NICOLUSSI, *Sezioni sempre più unite contro la distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi. La responsabilità del medico*; in *Giur. it.*, 2008, 1653, con nota di A. CIATTI, *Crepuscolo della distinzione tra le obbligazioni di mezzi e le obbligazioni di risultato*. Tale soluzione interpretativa appare, invero, giustificata dall'approdo al quale era giunta la già richiamata Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533. Come ricorda F. BUSONI, *L'onere della prova nella responsabilità del professionista*, Milano, 2011, 78, «[p]oiché il creditore non è più gravato dell'onere di dimostrare l'inadempimento la dicotomia mezzi-risultato, in quanto fondata anche su un diverso regime probatorio in ragione del tipo di obbligazione, perde di rilevanza».

<sup>(643)</sup> Le definizioni sono tratte da C.M. BIANCA, *Diritto civile. IV. L'obbligazione*, Milano, 1993, 71.

<sup>(644)</sup> Tra i tanti che ricordano la «tradizionale contrapposizione tra sfera contrattuale e sfera extracontrattuale riguardo all'onere della prova», cfr. A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 202.

della prestazione inadempita sarebbe onerato di provare la colpa del debitore (*i.e.* la sua negligenza) al pari di quanto sarebbe richiesto in applicazione dell'art. 2043 c.c. <sup>(645)</sup>.

Ebbene, prendendo le mosse dall'unitarietà dell'onere della prova in capo al creditore, sia nel caso in cui questi domandi l'adempimento, sia nel caso in cui domandi la risoluzione del contratto e/o il risarcimento del danno, ed estendendo anche a questa ultima ipotesi la regola probatoria tradizionalmente affermata per la prima, è evidente che già la sentenza delle Sezioni Unite n. 13533 del 30 ottobre 2001 pone in discussione, sia pure in maniera indiretta, la tradizionale distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato. Se il creditore non è più onerato – nemmeno nelle ipotesi in cui chieda la risoluzione del contratto e il risarcimento del danno, e nemmeno nelle ipotesi in cui non lamenti l'inadempimento integrale dell'obbligazione ma solo il suo inesatto adempimento – di provare l'inadempimento debitorio, non potrebbe sostenersi che nelle obbligazioni di mezzi egli sia onerato di provare la negligenza del debitore poiché, come anticipato, è proprio tale negligenza a costituire l'inadempimento <sup>(646)</sup>.

È proprio questo ragionamento a giustificare la successiva presa di posizione della Suprema Corte, sempre a Sezioni Unite, tesa a negare rilevanza pratica (sotto il profilo della distribuzione dei carichi probatori tra le parti in giudizio) alla distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato, e a sottolineare l'eccessiva semplificazione concettuale nella quale si incorre qualora se ne faccia ricorso.

---

<sup>(645)</sup> Tra coloro che ritengono che la responsabilità *ex art.* 1218 c.c. abbia natura colposa e che, quindi, tale norma contenga un'inversione dell'onere della prova dell'elemento soggettivo rispetto alla corrispondente previsione in ambito extracontrattuale, ossia rispetto all'art. 2043 c.c., si ricorda, in particolare, G. CATTANEO, *La responsabilità medica nel diritto italiano*, cit., 11, il quale, in materia di responsabilità medica, osserva che «da tempo (...) lo strumento concettuale della cosiddetta obbligazione “di mezzi” o “di comportamento” ha consentito di applicare alla responsabilità contrattuale (...) una regola identica a quella sancita per l'atto illecito dall'art. 2043 c.c.: anche la responsabilità contrattuale, cioè, presuppone la colpa, e la colpa deve essere provata dal cliente danneggiato». Tra i sostenitori della natura oggettiva della responsabilità *ex art.* 1218 c.c., cfr., tra i primi, L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*. (*Studio Critico*), in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 185 ss., recentemente ripubblicato in *Scritti II. Obbligazioni e Negozio*, a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011 (da cui le citazioni seguenti), 158, secondo il quale «la negligenza (colpa) finisce con identificarsi con la nozione oggettiva di inadempimento, e perciò non trova altro limite che nel caso fortuito». Tale opinione è stata mantenuta ferma e ulteriormente sviluppata dopo le richiamate pronunce della Suprema Corte da M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 212 ss., il quale osserva al riguardo che «quando l'obbligazione abbia ad oggetto una prestazione di mezzi, la colpa-negligenza o la colpa professionale misurano l'inadempimento del debitore» e che «la prova dell'adempimento (...) si pone su un piano diverso rispetto alla prova liberatoria dell'art. 1218 c.c., giacché la dimostrazione della diligenza costituisce una controprova sul fatto costitutivo della responsabilità (l'inesecuzione della prestazione), non è, invece, una prova del fatto impeditivo del prodursi degli effetti (l'impossibilità per causa non imputabile al debitore)», per concludere che «normalmente, la colpa contrattuale funge da sinonimo di inadempimento dell'obbligazione; tutt'altra cosa rispetto alla colpa extracontrattuale: manca il minimo comune denominatore dato dalla valutazione sulla qualità della condotta. Quando, invece, l'oggetto dell'obbligazione è proprio una condotta, come accade nelle prestazioni di mezzi, allora ha senso riferirsi alla colpa contrattuale il cui accertamento non diverge da quello proprio della colpa extracontrattuale» (*ivi*, 214).

<sup>(646)</sup> Al riguardo è chiarificatore quanto osserva M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 256 s. L'Autore, infatti, sottolinea che «[u]na volta che il regime della responsabilità è stato uniformato da un'identica regola da seguire sul punto dell'onere della prova, si sono poste due alternative: (a) abbandonare la distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato; (b) oppure conservarla, dopo aver affermato che questa distinzione “non ha alcuna incidenza sul regime di responsabilità del prestatore d'opera intellettuale né sul meccanismo di ripartizione dell'onere della prova, il quale è identico sia che il creditore agisca per l'adempimento dell'obbligazione, *ex art.* 1453 c.c., sia che domandi il risarcimento per l'inadempimento contrattuale *ex art.* 1218 c.c.», richiamando sul punto Cass. SS.UU., 28 luglio 2005, n. 15781 e arrivando a ritenere che la distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato possa essere conservata a fini descrittivi.



Nonostante la costruzione teorica elaborata dalle Sezioni Unite mostri, senza dubbio, il pregio di mettere ordine in una materia complessa, quale quella del regime probatorio applicabile ai giudizi di responsabilità, fissando al riguardo delle regole chiare, e di voler rifuggire, con riferimento alla tradizionale distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato, da eccessive semplificazioni che non consentono di cogliere la complessità della prestazione cui è tenuto il debitore; nel voler applicare alle ipotesi di inesatto adempimento il medesimo regime probatorio vigente per l'inadempimento *tout court*, la Suprema Corte finisce per adottare una semplificazione analoga che, sotto molti aspetti, non si mostra in grado di cogliere le complesse problematiche del reale, con esiti talvolta indesiderabili <sup>(647)</sup>. In caso di inesatta esecuzione di un obbligo di fare o di inesatta prestazione di un servizio, il richiedere al debitore la prova di avere esattamente adempiuto potrebbe tradursi, *a seconda della genericità dell'allegazione creditoria*, nell'addossare a quest'ultimo la prova di innumerevoli fatti negativi – ossia la prova di aver sempre correttamente eseguito la prestazione dovuta per tutta la sua durata –, prova talvolta praticamente impossibile da fornire (v. *supra*, §§ 6. e 6.1. di questo capitolo).

Come d'altra parte ha affermato parte della dottrina poco dopo la richiamata pronuncia delle Sezioni Unite <sup>(648)</sup>, in linea generale pare ancora di una qualche utilità distinguere a seconda che ci si trovi di fronte a un inadempimento totale della prestazione ovvero ad un adempimento inesatto. Qualora, ad esempio, il creditore lamenti la difformità dei beni ricevuti, pare corretto addossare a quest'ultimo la prova dell'inesatto adempimento, poiché «una volta effettuata la consegna il debitore perde ogni controllo sulle [...] condizioni [dei beni] e non è in grado di produrre alcuna informazione circa il loro stato». Analogamente, nel caso della cattiva esecuzione di un obbligo di fare, «il sostenere che il debitore, di fronte alle lamentele del creditore, debba dimostrare di avere eseguito correttamente significa [...] imporgli» la prova di innumerevoli fatti negativi, confermando così la correttezza «della diffusa opinione che assegna al creditore insoddisfatto da una prestazione inesatta il compito di provare le ragioni delle sue doglianze» <sup>(649)</sup>. È in tale difficoltà che si ravvisa la ragione per addossare, *in via generale*, al creditore la prova dell'inesatto adempimento del debitore e che porta a preferire questa regola di riparto dell'onere probatorio nei casi di inesatto adempimento di obbligazioni (contrattuali).

A ciò si aggiunga che la distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato, pur rappresentando un'inevitabile semplificazione, continua, senza dubbio, a mostrare una qualche utilità nella comprensione della distribuzione dei carichi probatori tra le parti del giudizio. Nonostante la giurisprudenza di legittimità la ritenga oramai superata, se non a meri fini descrittivi <sup>(650)</sup>, ad essa può ancora utilmente farsi ricorso non soltanto

---

<sup>(647)</sup> G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, cit., 726 ss. (spec. 731).

<sup>(648)</sup> Cfr. in particolare U. CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*, nota a Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, 2002, 120; G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, cit., 726 ss.; A. NICOLUSSI, *Sezioni sempre più unite contro la distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi. La responsabilità del medico*, nota a Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Danno e resp.*, 2008, 878; V. MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*, cit., 1571; F. BUSONI, *L'onere della prova nella responsabilità del professionista*, cit., 56 ss.; e infine P. DE'CAPITANI DI VIMERCATE, *Il regime probatorio*, cit., 762, che tuttavia ritiene che il creditore debba essere onerato della prova non solo dell'adempimento inesatto ma anche dell'inadempimento integrale.

<sup>(649)</sup> I brani riportati nel testo sono tratti da G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, cit., 728 s.

<sup>(650)</sup> Questa è l'opinione anche di G. FACCI, *L'obbligazione del progettista al vaglio delle Sezioni Unite*, nota a Cass. SS.UU., 28 luglio 2005, n. 15781, in *La Responsabilità Civile*, 2006, 241 ss., il quale ha sottolineato come

allo scopo di inquadrare la prestazione dell'agenzia di rating a favore dell'emittente e degli investitori all'interno della teoria dell'obbligazione, ma anche al fine di determinare quale sia in concreto il carico probatorio gravante in capo all'investitore <sup>(651)</sup>.

Non può certamente negarsi che in ogni obbligazione di mezzi sia comunque ravvisabile la tensione verso un determinato risultato, e, viceversa, che anche nelle obbligazioni di risultato possa venire in rilievo il diligente svolgimento dell'attività ad esso preposta, così da rendere incerti i confini tra i due tipi di obbligazione <sup>(652)</sup>. Tuttavia, venendo alla materia che ci occupa, e applicando ad essa tali categorie concettuali, benché l'agenzia di rating si impegni, nei confronti dell'emittente, a fornire una valutazione sul merito di credito, valutazione che rappresenta il *risultato* dell'attività di rating, della quale fruisce poi anche il mercato, non può parimenti non riconoscersi la prevalenza della componente «di mezzi» dell'obbligazione assunta dall'agenzia di rating, se non altro poiché il corretto svolgimento dell'attività di rating non garantisce di per sé il risultato sperato, ossia un rating esatto <sup>(653)</sup>. È per tale ragione, del resto, che l'agenzia di rating che abbia emesso un rating errato nel rispetto delle proprie metodologie di rating, delle *best practice* di settore e delle rilevanti disposizioni europee in materia, andrà senz'altro esente da responsabilità nei confronti dell'emittente e degli investitori.

Pur nella consapevolezza dei limiti insiti in una distinzione teorica netta tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato, la natura professionale dell'attività esercitata e, per certi versi, l'incertezza del risultato dell'attività di rating anche in presenza di uno sforzo debitorio massimamente diligente, consentono dunque di far ricorso, in

---

la distinzione tra obbligazioni di risultato e di mezzi conservi utilità nel determinare «l'oggetto della prestazione alla quale è tenuto il debitore, al fine di accertare l'esattezza o meno dell'adempimento».

<sup>(651)</sup> Non è mancato, inoltre, chi ha ritenuto che «la *summa divisio* in materia di obbligazioni (di fare) anche se “relativizzata” nei suoi termini di contrapposizione, potrebbe [...] venire in aiuto al giurista come criterio di valutazione della responsabilità del debitore, sì da influire sulla distribuzione dei carichi probatori, nella misura in cui prevalga il comportamento tenuto dal debitore (obbligazione di mezzi) piuttosto che il raggiungimento del risultato finale (obbligazione di risultato)» (L. FOLLIERI, *Obbligazioni di mezzi e di risultato nella prestazione del progettista-direttore dei lavori*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2006, 723).

<sup>(652)</sup> Cfr. Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 577, cit. Quanto affermato dalla Suprema Corte è stato pacificamente riconosciuto, ad esempio, anche in materia di responsabilità del revisore, il quale tradizionalmente si ritiene investito di un'obbligazione di mezzi nei confronti della società revisionata. Sul punto cfr. M. BUSSOLETTI, *Le società di revisione*, cit., 74 s. Analogamente G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 273; e V. SALAFIA, *Alcune questioni in materia di revisione contabile istituita volontariamente*, in *Soc.*, 1998, 1184, secondo il quale l'obbligazione assunta dal revisore non è solo di mezzi ma anche di risultato, poiché «egli si impegna a fornire il risultato di un corretto giudizio sia sulla regolarità della contabilità sia sulla legittimità del bilancio di esercizio», così «[i]l fatto che la valutazione espressa dal revisore sia sostanzialmente il frutto di una sua opinione non può comportare la riduzione della sua obbligazione alla sola somministrazione di mezzi, perché questo tipo di obbligazione è configurabile solo in quanto il risultato che il creditore si attende dall'opera del debitore dipende solo in parte da quest'opera, mentre per altra parte dipende da atti o fatti altrui». In passato, L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, cit., 144 s., sottolineava la relatività dei concetti di mezzo e risultato. In particolare, l'Autore osservava che «[u]n fatto valutato come mezzo in ordine a un fine successivo, rappresenta già un risultato quando sia considerato in se stesso, come termine finale di una serie teleologica più limitata», e infatti «[i]l rapporto obbligatorio implica essenzialmente un “dover dare” e un “dover ricevere” funzionalmente complementari, giacché non ha senso una obbligazione in cui non sia dedotto un comportamento produttivo di una utilità destinata al creditore. Questa utilità è precisamente il risultato dovuto, il bene assicurato dal diritto di credito» e, pertanto, «non è concepibile un rapporto obbligatorio da cui sia escluso il momento del risultato dovuto».

<sup>(653)</sup> In tal senso, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 827. Ritiene che l'obbligazione dell'agenzia di rating sia un'obbligazione di mezzi, pur ricordando che la distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato deve essere mantenuta esclusivamente sul piano descrittivo, alla luce della più recente giurisprudenza della Suprema Corte, anche G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 344.

un'analisi circa le regole applicabili in materia di onere della prova, alle semplificazioni da tempo proposte con riferimento a tali categorie di obbligazioni. Posto che l'inadempimento debitorio dell'agenzia di rating riguarderebbe un'obbligazione di mezzi o di comportamento, la regola probatoria applicabile in ambito contrattuale all'elemento soggettivo risulta del tutto simile a quella propria della responsabilità extracontrattuale *ex art. 2043 c.c.* <sup>(654)</sup>, e questo poiché «[n]elle obbligazioni c.d. di comportamento [...] la colpa come mancanza di diligenza, lungi dall'essere criterio di imputazione della responsabilità, integra di per sé l'inadempimento che, come tale, sempre secondo l'art. 1218, è fondamento unico e unitario della responsabilità» <sup>(655)</sup>. Pertanto, in materia contrattuale, una volta chiarita la regola generale per cui la prova dell'inesatto adempimento spetta al creditore, dato che la mancanza di diligenza nella prestazione di un'obbligazione di mezzi integra di per sé l'inadempimento, l'onere della prova dell'elemento soggettivo – inteso quale inesatto adempimento – viene a gravare inevitabilmente sul creditore danneggiato (*i.e.* sull'investitore), analogamente a quanto avviene in materia extracontrattuale ai sensi del disposto dell'art. 2043 c.c. <sup>(656)</sup>.

Tutto ciò vale a dire che nel caso delle obbligazioni di fare, ed in particolare di mezzi, spetta comunque al creditore l'onere di provare la colpa del debitore, poiché la prova dell'inesatto adempimento «può richiedere la prova della negligente esecuzione della prestazione» e «la prova della colpa è quindi prova del difetto della prestazione» <sup>(657)</sup>. Più precisamente, come è stato affermato in materia di responsabilità delle società di revisione, con considerazioni che, da questo punto di vista, si mostrano valide anche per l'attività di rating, con riferimento alla distribuzione dell'onere della prova «la scelta del regime di responsabilità non sarà tale da incidere sull'esito della controversia quando il danno sia stato cagionato nell'esercizio di un'attività che [...] trovi in regole di condotta, più che nel risultato raggiunto, il parametro di valutazione del proprio corretto svolgimento: la prova della colpa del presunto illecito e la prova del presunto inadempimento, infatti, consisterebbero entrambe nella violazione di una norma di diligenza» <sup>(658)</sup>.

---

<sup>(654)</sup> G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, cit., 121; ID., *La responsabilità da prospetto delle banche*, cit., 469; G. CAITANE, *La responsabilità medica nel diritto italiano*, cit., 11 ss. In argomento anche M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 240 ss., e G. VISINTINI, *La Suprema Corte interviene a dirimere un contrasto tra massime (in materia di onere probatorio a carico del creditore vittima dell'inadempimento)*, cit., 909 s.

<sup>(655)</sup> C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 450 s.

<sup>(656)</sup> In generale, sull'onere della prova in capo al creditore di una prestazione inadempita avente ad oggetto un servizio, cfr. P. TRIMARCHI, *Il contratto: inadempimento e rimedi*, cit., 194 s. In materia di responsabilità delle società di revisione, anch'esse intermediari reputazionali, cfr. E.E. BONAVERA, *Questioni in tema di adempimento dell'incarico affidato alla società di revisione*, in *Soc.*, 2009, 320, il quale osserva che «grava indiscutibilmente su chi intenda eccepire la responsabilità della società di revisione l'onere di fornire anzitutto un'adeguata specifica prova dell'asserito inadempimento della stessa ai doveri comportati dall'incarico ricevuto, dimostrando altresì l'effettiva sussistenza di singole violazioni in relazione agli obblighi connessi allo svolgimento dell'attività di revisione contabile».

<sup>(657)</sup> C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 74.

<sup>(658)</sup> T. DI MARCELLO, *La responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*, nota a Cass., 18 luglio 2002, n. 10403, in *Giur. comm.*, 2003, II, 465. In proposito anche G.M. BUTA, *Commento all'art. 164*, cit., 1363 ss., osserva che il regime di responsabilità di cui all'art. 1218 c.c., in relazione all'onere della prova, nel caso della responsabilità della società di revisione risulta parzialmente derogato in quanto sarà la società revisionata a dover provare che la società di revisione non ha prestato la diligenza richiesta, e specifica ulteriormente che «la dottrina di regola individua la principale differenza tra responsabilità contrattuale e extracontrattuale in ciò: che mentre il creditore deve provare il solo inadempimento del debitore; per contro sul danneggiato da fatto illecito incombe di provare anche la colpa del danneggiante. Tuttavia, se si accoglie la tradizionale configurazione dei doveri della società di revisione in termini di obbligazioni di mezzi, la rilevanza pratica della distinzione tra le diverse forme di responsabilità,

L'inversione dell'onere della prova in punto di colpevolezza, prevista in caso di responsabilità contrattuale, perde, dunque, il suo significato quando il creditore debba comunque dimostrare, sia pure tramite presunzioni, il difetto della prestazione ricevuta <sup>(659)</sup>. Ne consegue che, se si aderisce alla tesi – qui preferita – secondo la quale anche in ambito contrattuale spetta al creditore che ha ricevuto una prestazione non conforme al programma negoziale la prova dell'inesattezza dell'adempimento, e se si considera che, nelle obbligazioni «a prevalenza di mezzi», quali quelle che integrano lo svolgimento di un'attività professionale come l'attività di valutazione del merito di credito, la prova dell'inesattezza dell'adempimento comporta la prova della negligenza di chi ha fornito la prestazione, la differenza tra onere della prova dell'inadempimento imputabile in caso di responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating e onere della prova della condotta illecita colposa della medesima in caso di responsabilità extracontrattuale scompare del tutto. In entrambi i casi, la prova dell'inadempimento imputabile è *in linea teorica* posta a carico dell'investitore.

Più nello specifico, l'applicazione di tale regola alla materia della responsabilità dell'agenzia di rating conduce a gravare l'investitore (o l'emittente) della prova della negligenza dell'agenzia di rating anche in presenza di un inadempimento contrattuale vero e proprio, analogamente a quanto prevede al riguardo l'art. 35-*bis*. L'onere della prova dell'inadempimento inesatto dell'agenzia sembra, *in prima battuta* e quantomeno *a livello prettamente teorico*, gravare sull'investitore, poiché, a seconda dei casi, l'adozione di una regola diversa di riparto dell'onere probatorio potrebbe rischiare di gravare indiscriminatamente l'agenzia di rating della prova di «n» fatti negativi, ossia della prova di *non* essere stata inadempiente durante tutto lo svolgimento dell'attività di rating relativa a un dato emittente o strumento finanziario.

Qualora, tuttavia, tale onere non potesse essere *praticamente* soddisfatto, come di regola accade, l'interesse dell'agenzia dovrebbe essere in parte sacrificato per ragioni di ragionevole esigibilità della prova, chiedendo a quest'ultima di fornire la prova di aver esattamente adempiuto, prova che potrebbe essere assolta, ad esempio, attraverso la produzione in giudizio della documentazione in suo possesso, prescritta per legge, relativa allo svolgimento dell'attività di valutazione attinente al particolare rating contestato. In altre parole, in caso di responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating, come accade in ambito extracontrattuale, la regola generale grava in prima battuta l'investitore dell'onere di provare la condotta illecita. Ciò nonostante, posto che egli non potrà nella maggioranza dei casi ragionevolmente disporre delle informazioni necessarie a soddisfare tale onere, egli potrà limitarsi ad allegare l'inadempimento dell'agenzia di rating, fornendo, se possibile, indicazione delle specifiche negligenze contestate, attraverso la produzione in giudizio degli elementi informativi precisi e dettagliati eventualmente a disposizione.

---

contrattuale, legale ed extracontrattuale, risulterebbe in questo settore ulteriormente attenuata: nelle obbligazioni di mezzi, infatti, il negligente comportamento del debitore deve essere provato dal danneggiato tanto in via di azione contrattuale quanto in via di azione extracontrattuale. In concreto, in entrambi i casi l'attore deve dimostrare la negligenza, indicando a tal fine il comportamento tipo e la regola dell'arte violata» (*ivi*, 1366). In senso analogo a quanto affermato nel testo sembrerebbe anche L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 204, là dove afferma che «la presenza di regole giuridiche per l'assolvimento degli obblighi di valutazione del merito creditizio, in quanto espressive di una buona fede in senso oggettivo, farebbe sì che la prova dell'elemento soggettivo possa considerarsi assorbita nella dimostrazione della violazione della regola di comportamento».

<sup>(659)</sup> Ragionamento analogo in materia di onere della prova è svolto da G. FACCI, *Il danno da informazione inesatta*, cit., 285 ss. (spec. 288). Sul punto anche T. DI MARCELLO, *La responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*, cit., 465.

Alla luce delle notevoli difficoltà che l'investitore potrebbe incontrare, sia in caso di responsabilità *ex art. 1218 c.c.* sia in caso di responsabilità *ex art. 2043 c.c.*, nel soddisfare tale onere probatorio – così ricostruito in maniera unitaria –, la prova in questione potrà essere raggiunta anche in via presuntiva, con gli aggiustamenti e i temperamenti alla rigidità di tale regola derivanti dall'applicazione al caso di specie del criterio di ragionevole esigibilità nei termini anzidetti (v. *supra*, § 6.1. di questo capitolo).

In conclusione, dunque, sia in caso di inadempimento contrattuale, sia in caso di responsabilità aquiliana, la regola generale (di partenza) è quella per cui l'investitore è teoricamente onerato di provare il danno subito e l'inadempimento dell'agenzia di rating, fornendo elementi informativi precisi e dettagliati dai quali sia dato desumere il *negligente* svolgimento dell'attività di rating, e che il danno è stato causato da tali negligenze. In ragione però delle notevoli difficoltà che gli investitori possono incontrare nel dimostrare negligenze e irregolarità nello svolgimento dell'attività di rating, poiché non hanno accesso ai documenti relativi all'elaborazione dei giudizi, né hanno con l'agenzia un rapporto diretto <sup>(660)</sup>, essendo a conoscenza esclusivamente del prodotto dell'attività di valutazione del merito di credito, l'art. 35-*bis* da un lato, e il principio della ragionevole esigibilità della prova dall'altro, consentono di attenuare tale onere probatorio, ammettendo innanzitutto un ampio ricorso allo strumento della prova per presunzioni, e, a seconda dei casi, di ritenere sufficiente un onere di allegazione (anche non troppo) specifica delle violazioni che si ritengono sussistenti, suffragato dagli elementi informativi precisi e dettagliati che ragionevolmente possono ritenersi nella disponibilità dell'investitore. È evidente che se di parziale inversione dell'onere della prova non può trattarsi, come era quella prevista dalla versione originaria dell'art. 35-*bis*, il risultato ottenuto dalle regole appena ricordate è ad essa, comunque, molto vicino.

Nell'interpretare la disposizione contenuta all'art. 35-*bis*, che grava l'investitore dell'onere di provare, attraverso elementi informativi precisi e dettagliati, l'inadempimento colposo dell'agenzia, il principio della c.d. vicinanza della prova svolge, dunque, un ruolo fondamentale. L'art. 35-*bis* cerca infatti di operare un bilanciamento – non perfetto e dai contorni non troppo chiari – tra contrapposte esigenze. Esso cerca di tenere conto delle difficoltà pratiche che l'agenzia di rating potrebbe incontrare nel fornire la prova del proprio esatto adempimento in assenza di qualsivoglia indicazione da parte dell'investitore circa la natura dell'inadempimento contestato, al fine di garantire alla medesima la possibilità di esercitare pienamente il proprio diritto di difesa. Per tale ragione, la norma impone in prima battuta all'investitore di provare la violazione delle prescrizioni contenute nel Regolamento CE n. 1060/2009 e la colpa dell'agenzia di rating. D'altra parte, riconoscendo altresì le difficoltà che incontra l'investitore nel soddisfare detto onere probatorio, consente ai giudici nazionali competenti di fare ricorso a considerazioni attinenti la ragionevole esigibilità della prova, spostando se del caso l'oggetto della prova nell'ambito di attività dell'agenzia.

Alla luce di quanto detto finora può dunque concludersi che, stando al dettato normativo, la disciplina dell'inadempimento imputabile dell'agenzia di rating (e dell'onere della sua prova) pare unitaria poiché identica sia nel caso in cui sussista un rapporto contrattuale tra investitore e agenzia di rating sia nel caso in cui detto rapporto manchi. La

---

<sup>(660)</sup> In argomento, sia pure con riferimento alla responsabilità delle società di revisione, si veda M. BUSSOLETTI, *Le società di revisione*, cit. 363 e ss., il quale ritiene che le difficoltà per il terzo di provare la negligenza del revisore nello svolgimento delle procedure di revisione – poiché non vi ha assistito né può accedere alla documentazione predisposta dal revisore – giustifichino un'indagine tesa a verificare la praticabilità di meccanismi di inversione dell'onere probatorio a favore del terzo.

prova per l'investitore si concentrerà, in entrambi i casi, sulla circostanza di aver subito un danno direttamente causato dal negligente svolgimento dell'incarico di rating, e – date le già ricordate difficoltà che l'investitore incontrerà – sarà, di regola, raggiunta in via presuntiva<sup>(661)</sup>, in virtù della necessità di operare un deciso temperamento e una nuova calibratura di detto onere alla luce di considerazioni attinenti alla ragionevole esigibilità della prova.

Una tale interpretazione sembra, del resto, coerente con la disciplina posta dall'art. 35-*bis*, che non distinguendo tra mancato adempimento e inesatto adempimento, adotta una regola diametralmente opposta a quella fatta propria dalle Sezioni Unite. La norma grava infatti l'investitore dell'onere di provare l'infrazione commessa dall'agenzia di rating, senza fare alcuna differenza tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale. Del resto, ciò è testimoniato anche dalla circostanza che il medesimo regime probatorio trova applicazione anche laddove sia l'emittente a lamentare il negligente svolgimento dell'attività di rating, poiché solitamente tale attività trova fondamento in un apposito contratto. Ai sensi del paragrafo 2 dell'art. 35-*bis*, infatti, anche l'emittente è onerato dalla prova della sussistenza di elementi informativi precisi e dettagliati dai quali possa desumersi una delle infrazioni previste dall'allegato III<sup>(662)</sup>.

Da ultimo, si osserva che anche sposando la tesi delle Sezioni Unite, in base alla quale in caso di responsabilità *ex art.* 1218 c.c. spetterebbe sempre al debitore la prova di aver esattamente adempiuto, il risultato finale in termini di concreto riparto degli oneri probatori sembra il medesimo. Anche in ambito contrattuale dovrebbe tenersi in considerazione, per quanto possibile, l'esigenza del convenuto di conoscere quale tipo di censura è mossa dall'attore alla propria condotta al fine di consentirgli di esercitare pienamente il proprio diritto di difesa, con la conseguenza che dovrebbe comunque chiedersi all'investitore/creditore un'allegazione quanto più specifica possibile delle proprie

---

<sup>(661)</sup> Il pensiero corre naturalmente all'utilizzo del criterio della *res ipsa loquitur* nel raggiungimento di prove particolarmente difficili da fornire, secondo il quale dalla natura di determinati tipi di danno è possibile presumere la colpa di coloro che controllano il processo causale dal quale è derivato il danno. G. CALABRESI, *Funzione e struttura dei sistemi di responsabilità medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 44, rammenta che il criterio della «*res ipsa loquitur*», applicato dalla giurisprudenza statunitense ma diffuso anche in Italia, «di per sé sarebbe applicabile solo se avvengono certi danni che non si verificano di solito – o nella maggioranza dei casi – se non vi è una colpa, e quindi il fatto basta (“parla per sé”) come prova di colpa». Tuttavia, «la realtà è che (...) il criterio non è applicato soltanto dove costituirebbe solo un'applicazione di prove indiziarie. Il “*res ipsa loquitur*” viene applicato in situazioni dove non ricorrono questi presupposti, ma dove c'è una maggiore conoscenza dello svolgimento dei fatti da parte del medico dell'ospedale rispetto all'ammalato. Tale applicazione non ha più niente a che fare con una questione di presunzioni semplici, ma deriva da una *decisione che concerne la scelta del soggetto cui è meglio addossare l'onere della prova*» (*enfasi aggiunta*). In questo senso, seppure non possa desumersi dall'emissione di un giudizio di rating errato che l'agenzia di rating abbia svolto negligenza il proprio in carico, proprio perché non può affermarsi né che il corretto svolgimento dell'incarico sia di per sé in grado di condurre a rating esatti né che un rating errato sia necessariamente il prodotto di un incarico svolto negligenza, può ipotizzarsi che il criterio della *res ipsa loquitur*, inteso nell'accezione più ampia che conduce ad addossare l'onere della prova al soggetto più idoneo a fornirla, quale esplicitazione del principio della ragionevole esigibilità della prova, possa rivestire un ruolo di primario rilievo anche con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating. Anche L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 204 s., ricorda, infine, come l'art. 35-*bis*, introduca un «regime speciale che abbraccia sia le ipotesi di responsabilità contrattuale dell'agenzia nei confronti dell'emittente, sia quelle di responsabilità “quasi contrattuale” (o extracontrattuale) della medesima verso l'investitore, contribuendo in definitiva a dimostrare che l'ambito disciplinato, o meglio il tipo di problemi cui il testo normativo intende dare risposta, non risiede nella qualificazione del titolo di responsabilità in base al quale le agenzie possono essere chiamate a rispondere».

<sup>(662)</sup> Anche con riferimento all'emittente è espressamente previsto che l'organo giurisdizionale di volta in volta competente debba tenere conto del fatto che non tutte le informazioni attinenti allo svolgimento dell'attività di rating potrebbero essere nella disponibilità dell'emittente stesso.

doglianze. Se si considera poi che l'applicabilità del principio di vicinanza della prova anche in ambito extracontrattuale fa sì che il danneggiato sia gravato di un onere più attenuato (che, in sostanza, sembra potersi definire come un onere di allegazione quanto più specifica possibile dell'inadempimento imputabile dell'agenzia di rating), si comprende come, ad uno sguardo più attento, la differenza apparentemente netta tra la distribuzione dei carichi probatori in presenza di un rapporto obbligatorio tra agenzia di rating e investitore, governata dai dettami della sentenza n. 13533/2001, e la disciplina dell'onere della prova risultante dal combinato disposto degli artt. 2043 c.c. e 35-*bis*, Regolamento CE n. 1060/2009, venga progressivamente a sfumare e a ridursi entro margini davvero limitati, pur aderendo alla ricostruzione fatta propria dalle nostre Sezioni Unite civili.

Ad ogni modo, dunque, anche laddove si seguisse l'impostazione adottata dalla Suprema Corte, pare difficile negare che in presenza di obbligazioni (di fare) di contenuto complesso – come l'obbligazione dell'agenzia di rating – in capo all'attore vi sia quantomeno un onere di allegazione delle specifiche violazioni lamentate <sup>(663)</sup>, pena l'assoluta impossibilità per l'agenzia di rating di difendersi in giudizio, con un conseguente deciso ridimensionamento della differenza tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale in punto di onere della prova.

Ciò consente, in conclusione, di ritenere estremamente limitata la rilevanza pratica della qualificazione, in termini contrattuali o extracontrattuali, della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori, poiché, come si vedrà in chiusura del presente capitolo, essa sembra riconducibile, sostanzialmente, al termine di prescrizione del diritto <sup>(664)</sup>.

## 6.2. I limiti del sindacato giurisdizionale sull'applicazione delle metodologie di rating e sulla correttezza delle valutazioni delle agenzie.

Lo strumento della consulenza tecnica d'ufficio se, da un lato, rischia inevitabilmente di sovrapporsi al potere di giudizio del giudice <sup>(665)</sup>, dall'altro ne costituisce un importante

---

<sup>(663)</sup> F. BUSONI, *L'onere della prova nella responsabilità del professionista*, cit., 67, ove si afferma che «[l']analisi dei criteri fondanti il nuovo riparto probatorio mostra con evidenza come la parte creditrice che proponga una delle domande contenute nell'art. 1453 c.c., sebbene non venga gravata dall'onere di dimostrare l'inadempimento, resti soggetta ad un'attività di allegazione. Quest'ultima [...] non potrà limitarsi alla denuncia di una generica violazione del rapporto obbligatorio, ma dovrà estendersi all'allegazione della specifica violazione e di quale essa sia, individuando il comportamento che il debitore avrebbe dovuto tenere, ma che in realtà non ha seguito, ovvero deducendo la specifica deficienza qualitativa o quantitativa della prestazione resa». In tal senso si esprime, del resto, anche Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 577, cit.; che pure aderisce all'indirizzo espresso da Cass. SS.UU., n. 13533/2001.

<sup>(664)</sup> Del resto, a rendere estremamente simile il regime di responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore a quello extracontrattuale contribuisce anche il fatto che gli artt. 1228 e 2049 c.c., consentirebbero, in entrambi gli scenari, di ritenere sussistente una responsabilità in capo all'agenzia per l'attività svolta dai propri dipendenti, dagli analisti di rating e da tutti coloro che sono materialmente coinvolti nello svolgimento dell'attività valutativa. Considerazioni del tutto analoghe a quelle qui esposte sono state svolte in passato, con riferimento alla responsabilità medica, da G. CATTANEO, *La responsabilità medica nel diritto italiano*, cit., 11 ss.

<sup>(665)</sup> Il problema non è nuovo e non riguarda esclusivamente l'attività di rating. Esso ad esempio è stato ricordato in materia di responsabilità medica da P. RESCIGNO, *Fondamenti e problemi della responsabilità medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 69. Al riguardo, P. FORCHIELLI, *Il problema della colpa medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 105, osserva, inoltre, che per quanto riguarda l'individuazione del metro di condotta esigibile dal dirigente sanitario, è proprio l'interprete-tecnico, ossia il consulente, che ha «la parte del leone».

ausilio <sup>(666)</sup> che, specie laddove si riconoscesse al principio di vicinanza o ragionevole esigibilità della prova un ridotto margine di operatività, potrebbe diventare l'unico mezzo a disposizione dell'investitore per il raggiungimento della prova della negligenza dell'agenzia di rating <sup>(667)</sup>. Più in generale, peraltro, con riferimento all'accertamento della responsabilità delle agenzie di rating, la consulenza tecnica d'ufficio può rivestire un ruolo di grande importanza sia ai fini del raggiungimento e all'interpretazione degli elementi di prova della negligenza dell'agenzia di rating sia, come vedremo in seguito (cfr. § 7.2. di questo capitolo), ai fini della prova del nesso causale <sup>(668)</sup>.

Notevoli sono infatti le difficoltà che l'investitore può incontrare nel provare la violazione degli standard di settore da parte dell'agenzia di rating o la sussistenza di una delle infrazioni elencate nell'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009. Non sempre è chiaro, del resto, quali siano le regole applicabili all'attività di rating, o se le modalità attraverso le quali i dati sono stati raccolti, analizzati ed elaborati siano state rispettose delle *best practice* di settore e se gli analisti di rating abbiano esercitato correttamente la propria discrezionalità. Soprattutto, non sempre gli investitori sono a conoscenza delle prassi interne all'agenzia di rating, di come le metodologie di rating vengono in concreto applicate, e più in generale, non sempre – anzi, quasi mai – gli investitori dispongono di informazioni sull'attività di rating tali da consentire il facile raggiungimento della prova della negligenza dell'agenzia.

In uno dei primi casi affrontati dalla giurisprudenza italiana, ad esempio, il Tribunale di Catanzaro, trovatosi a giudicare della responsabilità delle agenzie di rating in relazione al fallimento della banca d'affari americana Lehman Brothers, per aver queste mantenuto il rating assegnato all'emittente al di sopra della soglia dell'*investment grade* fino a poco prima della presentazione dell'istanza di fallimento da parte della società, ha ritenuto non soddisfatto l'onere della prova in capo agli investitori, osservando che, «in difetto di elementi istruttori sia pure indiziari, convenire con gli attori che parte convenuta fosse comunque a conoscenza dello stato di insolvenza di Lehman e che abbia taciuto ai mercati e agli investitori “perché pagata dall'emittente Lehman”, significherebbe pervenire a una pronuncia di condanna muovendo da un assunto affermato, ma non dimostrato» <sup>(669)</sup>.

È proprio alla luce di tali difficoltà di prova, dunque, che lo strumento della consulenza tecnica – unitamente a considerazioni attinenti la ragionevole esigibilità della prova – sembra rivestire particolare utilità, come dimostra, del resto, un'altra delle prime

---

<sup>(666)</sup> F. FERRARIS, *La testimonianza tecnica*, in *Riv. dir. proc.*, 2012, 1231 s.

<sup>(667)</sup> Per tale ragione si potrebbe ad esempio immaginare che le spese per la consulenza tecnica d'ufficio vengano sostenute esclusivamente dall'investitore.

<sup>(668)</sup> Pur non essendo, a rigore, un mezzo di prova, ma uno strumento in grado di fornire al giudice le cognizioni necessarie per formare il proprio convincimento in ordine a determinati fatti la cui analisi richiede delle conoscenze tecniche particolari, è evidente che il responso della consulenza tecnica agevolerà o meno, a seconda dei casi, il raggiungimento della prova. Del resto, come ricorda F. FERRARIS, *La testimonianza tecnica*, cit., 1235, si è assistito di recente a una evoluzione della figura della consulenza tecnica, che da «deducente» sembra diventare, in taluni casi, «percipiente». In altre parole, se in origine, la consulenza tecnica si limitava a fornire al giudice elementi per la valutazione di dati di fatto già accertati e acquisiti al processo, oggi essa sembra svolgere, in relazione ai casi più complessi, una funzione ulteriore, consistente proprio nell'accertamento di determinati fatti, qualora essi non siano percepibili se non con l'ausilio di determinate conoscenze tecniche. In argomento si veda anche L. DITTRICH, *La ricerca della verità nel processo civile: profili evolutivi in tema di prova testimoniale, consulenza tecnica e fatto notorio*, in *Riv. dir. proc.*, 2011, 119 ss., secondo il quale «[c]onsiderato che il consulente è, per l'appunto, un ausiliare del giudice, non è probabilmente fuori luogo ritenere che egli partecipi, in certo modo dei poteri istruttori ufficiosi che a lui sono riconosciuti dall'ordinamento» (*ivi*, 120).

<sup>(669)</sup> Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 471 s.; in *Danno e resp.*, cit., 186.



sentenze in materia di responsabilità dell'agenzia di rating, pronunciata tuttavia in relazione a un caso di responsabilità nei confronti dell'emittente. Il Tribunale di Milano, chiamato a giudicare della responsabilità di Standard & Poor's nei confronti della società Parmalat in amministrazione straordinaria, si è servito infatti dell'aiuto di un consulente tecnico d'ufficio, attraverso il quale è stato accertato che «con riferimento a tutti i sei rilasci di rating, l'attività di S&P è stata caratterizzata da condotte inadempienti, concretizzatesi in continui disallineamenti delle elaborazioni rispetto alle regole tecniche contenute nei criteri di attribuzione del rating, sia quanto al calcolo degli indici finanziari, i *key ratios*, sia quanto alla ricomprensione degli indici nelle relative classi di appartenenza, sulla base delle c.d. mediane costruite dalla stessa S&P, nonché in rilevanti carenze informative. In aggiunta a ciò, i continui disallineamenti rispetto alle mediane, le frequenti modifiche del metodo di calcolo degli indici non sono stati affatto giustificati dalle odierne convenute, con la conseguenza che tutta l'attività è stata contraddistinta dalla ripetuta, macroscopica e consapevole violazione delle regole tecniche di cui ai predetti criteri»<sup>(670)</sup>. Onde pervenire a tale accertamento e individuare in maniera puntuale i casi di inappropriato e negligente utilizzo dei criteri di assegnazione del rating, il Tribunale di Milano a più riprese ha fatto, appunto, riferimento ai calcoli e alle verifiche effettuate dal consulente tecnico d'ufficio, evidenziando, ad esempio, lo scostamento tra il valore di determinati indici finanziari calcolato dal consulente e quello calcolato e utilizzato dall'agenzia.

Ci si può, dunque, immaginare che, anche nei casi di responsabilità nei confronti dell'investitore, il consulente tecnico venga chiamato a verificare la corretta applicazione al caso concreto delle metodologie di rating approvate da una determinata agenzia e, in particolare, a fornire elementi di giudizio circa la possibilità di ritenere che le metodologie siano conformi alle prassi e allo standard di settore, che esse siano state rispettate e che il giudizio di rating possa considerarsi *lato sensu* «corretto».

È evidente, tuttavia, che il giudice, pur potendosi avvalere di tale ausilio, potrebbe comunque incontrare numerose difficoltà nel giudicare sull'esatta applicazione delle metodologie di rating e nel pervenire a una sicura valutazione sulla correttezza dei giudizi. Pertanto, ruolo altrettanto importante è comunque rivestito dalla prova per presunzioni ai sensi degli artt. 2727 c.c., nei termini già ricordati, che consentirebbe al giudice di tenere conto di molteplici elementi in grado di far desumere l'inadempimento per dolo o colpa grave dell'agenzia, a completamento delle risultanze della consulenza tecnica d'ufficio. A titolo esemplificativo, oltre alla già menzionata mancata produzione dei documenti attinenti allo svolgimento dell'attività di rating da parte dell'agenzia o alla loro carenza, il giudice potrebbe prendere in considerazione l'eventuale sussistenza di un conflitto di interessi tra l'analista, o il gruppo di analisti che hanno in concreto elaborato il giudizio, e l'emittente, «la grave discordanza tra voto di *rating* assegnato (positivo o molto positivo) e contestuale realtà fattuale (*default* dell'emittente), la sussistenza di altri indici di rischio diversi da quello di credito, ed in particolare il rischio di mercato (...) ben percepibile da operatori di mercato quali sono le agenzie di *rating*»<sup>(671)</sup> e financo gli interessi economici che l'agenzia di rating nel complesso vanta rispetto all'operazione di appello al pubblico risparmio in relazione alla quale è stato commissionato il rating. È noto, ad esempio, che nonostante l'esposizione di ciascuna agenzia di rating nei confronti di un particolare emittente possa considerarsi ridotta con riferimento a emissioni obbligatorie standard, maggiori sono gli

---

<sup>(670)</sup> Cfr. Trib. Milano, 1 luglio 2011, in *Soc.*, cit., 1444 ss., spec. 1444; in *Danno e resp.*, cit., 178 ss..

<sup>(671)</sup> P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 160.

interessi di tipo economico che le agenzie di rating detengono nei confronti delle emissioni di prodotti finanziari strutturati <sup>(672)</sup>.

## 7. I profili temporali nell'accertamento del nesso di causalità. Efficacia nel tempo dei giudizi di rating, *credit watch* e *outlook*.

Venendo ora ai profili attinenti l'accertamento del nesso causale, punto di partenza obbligato è la constatazione, accennata in precedenza, del fatto che, anche a prescindere dalla sussistenza di un affidamento rilevante, qualora il giudizio di rating alteri il prezzo degli strumenti finanziari e, tramite la manipolazione dei prezzi, produca un danno all'investitore, la prova del nesso di causalità deve tenere in debita considerazione la dimensione temporale della dinamica di produzione del danno <sup>(673)</sup>.

Come si è visto (cfr. *supra*, §§ 5. e 5.1. di questo capitolo), il danno per l'investitore è solitamente rappresentato dallo scarto esistente tra il prezzo pagato per l'acquisto del titolo o il prezzo ottenuto dalla sua vendita e il valore reale del titolo; prezzo che, a seconda dei casi, sarà stato artatamente innalzato o depresso dalla diffusione di un rating non corretto e, eventualmente, anche di altre informazioni inesatte <sup>(674)</sup>. Tale scarto costituisce più propriamente la «perdita» alla quale va incontro l'investitore, ossia il «danno emergente», ma è ipotizzabile anche la presenza di ulteriori voci di danno, ad esempio nella forma del lucro cessante, qualora vi fossero altre possibilità di impiego della somma destinata all'investimento poi rivelatosi infruttuoso, specie laddove l'investimento sia stato determinato anche dall'affidamento riposto nel giudizio di rating <sup>(675)</sup>.

Su questi profili ci si è già soffermati poiché più strettamente attinenti alla configurazione del danno da rating; quello che preme ora osservare è, dunque, che il nesso causale tra condotta dell'agenzia di rating e danno, inteso di regola come scarto tra prezzo e valore del titolo, richiede una *manipolazione del prezzo in un senso sfavorevole all'investitore*, nella quale la dimensione temporale assume un rilievo pregnante.

Si possono immaginare alcune ipotesi di base che consentono di spiegare meglio questo concetto e di analizzare quanto può essere rilevante l'orizzonte temporale nell'accertamento e nella prova del nesso di causalità.

---

<sup>(672)</sup> E. GRANATA, *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 378; A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 25. Ammette che dalla mancata adozione di presidi volti a prevenire o a gestire i conflitti di interesse possano trarsi degli indizi al fine di raggiungere in via presuntiva la prova dell'inadempimento colposo dell'agenzia anche L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 196.

<sup>(673)</sup> Come si chiarirà in chiusura del presente paragrafo, il discorso qui svolto fa riferimento, in primo luogo, all'ipotesi in cui il nesso eziologico tra giudizio dell'agenzia e danno possa essere ravvisato non tanto nell'affidamento dell'investitore, quanto piuttosto nell'alterazione dei prezzi del titolo da parte del rating. Tuttavia, con gli adattamenti del caso, esso conserva validità anche con riferimento all'incidenza di informazioni inesatte di altro tipo sul prezzo degli strumenti finanziari.

<sup>(674)</sup> Nel caso in cui il nesso di causalità sia rappresentato esclusivamente dall'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating e, pertanto, il rating non abbia influito sul prezzo del titolo, è evidente che detto scarto potrà essere determinato dalla (negligente) diffusione di altre informazioni false o inesatte al mercato da parte di altri soggetti ovvero da altri accadimenti relativi all'emittente.

<sup>(675)</sup> Qualora l'investitore avrebbe comunque assunto la medesima decisione di investimento se fosse stato a conoscenza del reale merito di credito dell'emittente o dello strumento finanziario, anche se a condizioni diverse, pare invero estremamente ridotto, se non addirittura inesistente, l'ambito di risarcibilità del lucro cessante.

In un primo caso, l'investitore acquista il titolo a un prezzo superiore al suo valore effettivo *immediatamente* dopo la diffusione del rating errato (e eventualmente di altre informazioni inesatte). A seguito della revisione del rating, avvenuta in un momento successivo all'acquisto, ma comunque precedente ad un'eventuale rivendita, il prezzo dello strumento finanziario crolla e il mercato scopre che il rating originariamente assegnato era inesatto (e, se del caso, che anche altre informazioni diffuse dall'agenzia e da altri soggetti operanti sul mercato erano false o inesatte) <sup>(676)</sup>.

In un secondo caso, invece, l'investitore acquista il titolo sempre a un prezzo superiore al suo valore effettivo ed *immediatamente* dopo la diffusione del rating errato (e eventualmente di altre informazioni inesatte). Tuttavia, a differenza dell'ipotesi precedente, il mercato si accorge della inesattezza del giudizio di rating ben prima che l'agenzia provveda a revisionare il giudizio emesso in precedenza e comunque prima della diffusione (volontaria o occasionale) di altre informazioni dalle quali possa evincersi il reale merito di credito della società. Il prezzo del titolo, che l'investitore in ipotesi ancora detiene, diminuisce dunque ben prima della revisione del giudizio di rating e non in occasione della stessa, poiché il mercato ha già «incorporato» nel prezzo la correzione della sua inesattezza <sup>(677)</sup>. Che il mercato si renda conto dell'inesattezza del giudizio prima che l'agenzia provveda a revisionarlo non è, del resto, eventualità così assurda da immaginare <sup>(678)</sup>, se si tiene presente che sia con riferimento al *default* di Enron che in relazione a quello di Lehman Brothers le agenzie hanno provveduto alla revisione del giudizio a pochissimi giorni di distanza dal collasso <sup>(679)</sup>, quando oramai molti erano i dubbi sulla solidità finanziaria di tali società.

---

<sup>(676)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 849 s., formula un esempio del tutto simile a quello riportato nel testo, facendo riferimento in generale alla diffusione di informazioni inesatte sul mercato. Egli ritiene, in particolare, che, nel caso in cui l'investitore abbia acquistato il titolo immediatamente dopo la diffusione dell'informazione inesatta e lo abbia continuato a detenere quantomeno fino alla pubblicazione della *corrective disclosure*, se alla rettifica dell'informazione in precedenza diffusa si assiste a una riduzione del prezzo del titolo, non potrebbe escludersi la sussistenza del requisito della *loss causation*.

<sup>(677)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 850 ss., ricorda, infatti, che nonostante la mancata reazione del mercato alla correzione di un'informazione inesatta precedentemente diffusa possa indicare che l'informazione a suo tempo non aveva avuto alcun impatto sul prezzo del titolo, essa non vale comunque ad escludere che ciò sia successo, «because the misstatement might initially have inflated the share price but the market may have realized the true situation prior to the public announcement of the truth. Complete market realization of the true situation in this context means that the price is no longer any higher than it would have been if the misstatement had never been made. Prior to unambiguous public announcement, the operation of one or more phenomena may lead to a complete market realization of the truth».

<sup>(678)</sup> Più in generale, J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 546, ricorda che «the decline in value need not follow the corporation's own corrective disclosure. Indeed, it can precede such a disclosure and be the result of press reports, governmental actions, market rumors, or a short seller's attack». M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 853, osserva che «often the announcement of the falsity of the misstatement is the last act in a drama where the true troubled situation had become apparent well before». In argomento anche D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 33; e A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 346.

<sup>(679)</sup> Cfr. *ex multis*, L. PICARDI, *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, cit., 728 (spec. nota 46); J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 34; A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 156 s.; C.A. FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, cit., 19 ss.; C.A. HILL, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, cit., 1148 ss.; B.J. KORMOS, *Quis custodiet ipsos custodes? Revisiting Rating Agency Regulation*, in *Int'l Bus. L. J.* 569, 2008, 517 ss. (spec. 572); G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *La Responsabilità Civile*, 2007, 680. Sul punto si veda inoltre *supra*, capitolo 2, § 1.2.

È evidente che in entrambi questi casi potrebbe ravvisarsi un nesso di causalità tra condotta dell'agenzia di rating e danno patito dall'investitore, a prescindere dal momento in cui l'inesattezza del rating venga rivelata al mercato e dalle modalità con cui questo accada. Tuttavia, per affermare ciò non basta il fatto che in occasione della revisione del giudizio di rating o della scoperta da parte del mercato del reale merito di credito dell'emittente o dello strumento finanziario il prezzo del medesimo sia (bruscamente) diminuito, poiché occorre tenere altresì presente, ad esempio, la circostanza che l'investitore abbia acquistato *immediatamente* a seguito della diffusione di un rating inesatto in grado di innalzare artificiosamente il prezzo del titolo. Minore certezza circa la sussistenza del nesso di causalità vi sarebbe, infatti, qualora l'acquisto sia avvenuto *in un momento successivo* rispetto all'emissione del giudizio di rating poiché più l'acquisto si distanzia dall'emissione del giudizio, più aumentano le probabilità che il mercato scopra, anche attraverso altri mezzi e non direttamente dall'agenzia, quale sia il reale merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario e, dunque, che «corregga» conseguentemente il prezzo (<sup>680</sup>). Pertanto, nell'accertamento del nesso di causalità occorrerà verificare se effettivamente, al *momento in cui è stato compiuto l'acquisto*, il prezzo del titolo «incorporava» ancora l'informazione racchiusa nel rating inesatto precedentemente diffuso (<sup>681</sup>).

Parimenti, negli esempi citati assume rilevanza il fatto che l'investitore detenesse ancora gli strumenti finanziari in questione nel momento in cui il mercato è venuto a conoscenza del reale merito di credito. Pertanto, nel caso in cui l'investitore avesse ceduto gli strumenti finanziari prima della revisione del rating inesatto, occorrerebbe verificare innanzitutto se alla revisione del rating sia seguita una diminuzione del prezzo del titolo – circostanza che farebbe ritenere che al momento della vendita il prezzo dello strumento finanziario ancora incorporava l'informazione rappresentata dal rating negligenzemente errato, escludendo così l'esistenza di un danno – ovvero se, precedentemente alla revisione del rating, a seguito della quale non si è magari verificato un mutamento significativo del prezzo del titolo, si sia comunque verificata una sua rilevante diminuzione, tale da far ritenere che il mercato abbia «scoperto» per altre vie l'inesattezza del giudizio di rating (<sup>682</sup>),

---

(<sup>680</sup>) In questo senso, con riferimento in generale alla diffusione di informazioni inesatte al mercato, M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 856 ss.; R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, cit., 1525, il quale cita sul punto la pronuncia della Corte Suprema in *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 343; 125 S. Ct. 1627, 1632; 161 L. Ed. 2d 577, 585 s. (2005), secondo la quale «[o]ther things being equal, the longer the time between purchase and sale [...] the more likely other factors cause the loss».

(<sup>681</sup>) Anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 807, osserva al riguardo che «la quantificazione del danno si scontra [...] con il problema applicativo di determinare la durata del periodo durante il quale si assume che il mercato sia viziato dall'informazione errata diffusa dall'agenzia di rating e del termine dal quale gli effetti della medesima cessano di operare sul mercato con assenza di conseguenze per coloro che investono successivamente».

(<sup>682</sup>) È possibile, infatti, che la falsità dell'informazione precedentemente diffusa al mercato non sia resa nota attraverso un vero e proprio comunicato avente ad oggetto, appunto, la sua inesattezza, ma venga alla luce grazie alla progressiva diffusione di notizie e informazioni «correttive», volte a smentire quanto precedentemente comunicato, ovvero trapeli attraverso altre fonti di informazione e notizie diffuse da altri partecipanti al mercato. Al riguardo si veda M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Markets Actions*, cit., 851. L'importante è che vi sia una qualche ragione per ricollegare la diminuzione del prezzo del titolo alla diffusione di altre notizie di tipo correttivo sul mercato e, pertanto, che, in assenza di una formale revisione del rating, si possa comunque ritenere che dette informazioni abbiano fatto progressivamente trapelare il reale merito di credito dell'emittente o dell'emissione. In questo senso, in termini generali, cfr. A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, cit., 173. Gli Autori citati, con riferimento al caso in cui una società abbia diffuso false informazioni circa le proprie prospettive reddituali, precisano che «[a]ny negative firm news, such as a downward earnings projection, can contain important information as to the true value of the firm and in that

e se tale scoperta sia antecedente o meno alla cessione dei titoli sul mercato da parte dell'investitore <sup>(683)</sup>.

In sintesi, dunque, nell'accertamento del nesso di causalità tra condotta dell'agenzia e danno da rating assume rilevanza sia il momento nel quale viene compiuto l'acquisto –

---

sense a downward-adjusted earnings projection can reveal the “true financial condition” of the firm. However, without a concrete reason to link the negative stock market reaction associated with the earnings projection (or whatever the negative news happens to be) to the removal of the inflation in the stock price caused by the actionable misconduct, such as a misstatement of the financials, loss causation is lacking». È importante, al riguardo, ricordare che la scoperta del reale merito di credito dell'emittente o dell'emissione può avvenire non soltanto attraverso la diffusione di informazioni relative al rischio di credito (es. valutazioni difformi da parte di altre agenzie di rating, articoli della stampa economica anche mettono in discussione il giudizio rilasciato dall'agenzia e via dicendo), ma anche per via della diffusione di informazioni di carattere più generale relative alla società e alla sua situazione patrimoniale, economica e finanziaria che siano in contrasto o comunque incompatibili con il voto assegnato dall'agenzia. Al fine di comprendere meglio quanto detto, può risultare utile il criterio adottato da una corte d'appello statunitense del *Second Circuit*, la quale al fine di verificare la sussistenza del nesso di causalità tra informazione inesatta e danno – nella fattispecie, la *loss causation* – ha richiesto che l'evento dannoso poi verificatosi, che aveva determinato la perdita subita dall'investitore, fosse ricompreso nella «zone of risk» dell'informazione diffusa al mercato. Al riguardo si v. *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.* 396 F.3d 161, 173 (2<sup>nd</sup> Cir. 2005); *In re Initial Public Offering Securities Litig.*, 399 F. Supp. 2d 298, 307 (S.D.N.Y. 2005). In argomento cfr. anche *Bastian v. Petren Resources Corp.*, 892 F.2d 680, 685 s. (7<sup>th</sup> Cir. 1990); *In re Dell Inc., Sec. Litig.*, 591 F. Supp. 2d 877, 910 s. (W.D. Tex. 2008). Nella dottrina statunitense si veda, ad esempio, R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, cit., 1523 s., secondo il quale «the materialization of the risk method is most appropriate when the alleged misstatement or omission conceals a condition or event that then occurs and causes a loss». In questo caso, l'evento poi verificatosi ben potrebbe consistere nel *default* dell'emittente, dovuto a un progressivo deterioramento della situazione finanziaria della società. Si veda al riguardo anche D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (“PSLRA”)*, cit., 1798 ss., il quale ricorda che la giurisprudenza statunitense è divisa tra coloro che ritengono necessario il nesso tra una successiva perdita di valore dell'investimento e la condotta del convenuto e coloro che, invece, ritengono sufficiente la prova del nesso di causalità tra condotta del convenuto e perdita al momento dell'operazione di acquisto o vendita (poiché l'informazione inesatta avrebbe gonfiato il prezzo del titolo). In seno al primo dei due orientamenti citati, parte della giurisprudenza ha nel tempo individuato e sostenuto la validità di tre criteri diversi e alternativi al fine di determinare la sussistenza della *loss causation* nel caso concreto. Secondo il primo criterio, il *direct causation approach*, occorre verificare se il danno patito dall'investitore a seguito della perdita di valore dell'investimento sia stato effettivamente determinato dalla diffusione di un'informazione inesatta. Secondo un secondo criterio, il *foreseeability approach*, il legame causale sarebbe integrato anche nel caso in cui il danno patito dall'investitore fosse stato prevedibile al momento dell'operazione di acquisto o vendita, nel senso che poteva prevedersi che la condotta del convenuto avrebbe causato un danno quale quello in concreto verificatosi. In tale dibattito si inserisce il *materialization-of-the-risk approach* di cui pocanzi si discorreva, che funge da terzo e ulteriore criterio, adottato da parte della giurisprudenza statunitense, secondo il quale, come si accennava, il legame causale sarebbe integrato quando «the defendant exposed him [*i.e.* l'investitore] to an undisclosed risk at the time of the transaction and [...] the post-transaction loss resulted from the materialization of that undisclosed risk». L'esame della validità dei tre differenti criteri adottati dalla giurisprudenza statunitense in relazione al requisito della *loss causation*, per ovvi motivi, esula dalle finalità della presente ricerca. Preme tuttavia osservare che essi possono fornire spunti interessanti al fine di capire come possa configurarsi il nesso di causalità tra giudizio di rating inesatto e danno per l'investitore. Specie il criterio dell'avveramento del rischio (*materialization-of-risk-approach*), infatti, può essere utilizzato per spiegare che il deprezzamento del titolo, a partire da un prezzo artificialmente gonfiato, può essere determinato non soltanto dalla revisione del giudizio di rating, magari anche tardiva, o da informazioni relative all'inesattezza di precedenti valutazioni sul merito di credito, ma anche dalla diffusione di notizie, relative alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società che siano tali da consentire al mercato di riconsiderare il merito di credito dell'emittente o dell'emissione e, pertanto, di dubitare dell'esattezza della valutazione dell'agenzia. Esempio estremo è rappresentato, come è ovvio, dal caso dell'insolvenza dell'emittente, poiché il *default* rappresenta, appunto, la realizzazione del rischio al quale si riferisce il giudizio espresso dalle agenzie di rating.

<sup>(683)</sup> In argomento, M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Markets Actions*, cit., 854 s.

poiché più è prossimo all'emissione del rating più è probabile che il prezzo sia ancora influenzato dall'informazione in esso racchiusa – sia il momento nel quale il titolo viene eventualmente ceduto, poiché, per la sussistenza di un danno, esso deve essere necessariamente posteriore alla scoperta dell'inesattezza del rating da parte del mercato e alla conseguente risposta negativa in termini di variazione di prezzo.

La prova della sussistenza del nesso di causalità, che l'art. 2043 c.c. pone a carico dell'investitore danneggiato, richiederà, quindi, la prova, anche per presunzioni, della manipolazione, a danno di quest'ultimo, del prezzo dello strumento finanziario in questione da parte del giudizio di rating.

Al riguardo ci si può chiedere se essa si risolva nella prova dell'innalzamento del prezzo del titolo avvenuto in sede di emissione del rating o, viceversa, della sua diminuzione al momento della scoperta della «verità» da parte del mercato <sup>(684)</sup> o, ancora, se la prova sia del tutto diversa.

Si potrebbe sostenere, da un lato, che la prova dell'innalzamento del prezzo è da sola sufficiente a stabilire il necessario nesso di causalità <sup>(685)</sup>. Tuttavia, in un caso del genere, ben potrebbe mancare il danno. È di tutta evidenza, infatti, che nonostante l'investitore possa aver pagato un prezzo superiore rispetto al valore dell'investimento, questa circostanza non legittima di per sé il risarcimento del danno. L'investitore potrebbe infatti aver rivenduto gli strumenti finanziari in questione poco dopo l'acquisto, o comunque prima della scoperta dell'inesattezza del rating, al medesimo prezzo artificialmente rialzato, e, pertanto, non aver subito alcun danno <sup>(686)</sup>.

---

<sup>(684)</sup> Il quesito suesposto è stato ampiamente analizzato dalla dottrina e dalla giurisprudenza statunitensi. Nel primo senso si veda ad esempio la decisione resa in relazione al caso *Wool v. Tandem Computers, Inc.*, 818 F.2d 1433, 1437 (9<sup>th</sup> Cir. 1987); mentre in senso opposto si vedano *Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165, 185 (3<sup>rd</sup> Cir. 2000); e *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534, 549 (5<sup>th</sup> Cir. 1981). Al riguardo J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 537 ss., ritiene che la prova di una *price inflation* al momento della diffusione dell'informazione inesatta non possa essere ritenuta sufficiente a integrare il nesso di causalità richiesto. In particolare, non potrebbe farsi a meno di provare anche la *loss causation* e, più specificamente, che proprio dalla diffusione dell'informazione inesatta è derivato un danno per gli investitori. In questo senso, occorrerebbe la prova che il deprezzamento del titolo è causalmente riconducibile all'informazione inesatta, potendo questo essere originato anche da altri fattori. In argomento, tra gli altri, M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 842 ss.; J.W. EISENHOFER – G.C. JARVIS – J.R. BANKO, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, cit., 1430 ss. J.M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, cit., 257 s. e 268 ss., in particolare, ritiene necessario distinguere tra casi in cui è in discussione l'esistenza stessa del danno e casi in cui invece è dibattuta la *loss causation* vera e propria, ossia la sussistenza del nesso eziologico tra informazione inesatta e danno. Secondo l'Autore, peraltro, la questione circa la necessità di provare esclusivamente l'alterazione del prezzo al momento dell'acquisto ovvero la necessità di fornire l'ulteriore prova della diminuzione di valore dell'investimento sarebbe relativa alla prova del danno (*loss existence*) e non al nesso di causalità.

<sup>(685)</sup> In questo senso, in generale in materia di diffusione di informazioni inesatte, *Knapp v. Ernst & Whinney*, 90 F.3d 1431, 1437 s. (9<sup>th</sup> Cir. 1996).

<sup>(686)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 842 ss., il quale considera corretta l'opinione secondo la quale «a plaintiff who sells before full market realization of the truth should have his damages reduced or eliminated by the extent to which the price continues to be inflated by the misstatement», ma avverte allo stesso tempo che «full elimination of this price inflation [...] does not require that the price at time of plaintiff's sale be below the price he paid [...]. [...] other unrelated factors may have increased share price by more than the full deflation reduced it». In senso analogo si veda *Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165, 185 (3<sup>rd</sup> Cir. 2000), dove la Corte osserva che «[w]here the value of the security does not actually decline as a result of an alleged misrepresentation, it cannot be said that there is in fact an economic loss attributable to that misrepresentation. In the absence of a correction in the market price, the cost of the

In questo senso, la prova dell'incremento del prezzo al momento della diffusione al mercato dell'informazione potrebbe non essere decisiva, se non per quanto riguarda la prova della sussistenza del nesso causale, sicuramente per quanto riguarda la prova del danno. Ciò non equivale, tuttavia, a ritenere parimenti necessaria la prova di una successiva diminuzione del prezzo poiché, in ipotesi, tale diminuzione potrebbe in concreto essere azzerata da altri eventi con un effetto positivo sul prezzo del titolo, o essere diluita nel tempo e non essere facilmente identificabile in una drastica riduzione del medesimo avvenuta al momento dell'annuncio della inesattezza del giudizio di rating al mercato.

Come si accennava pocanzi, infatti, la prova del nesso di causalità è da ricondursi alla prova di una *manipolazione del prezzo del titolo in senso sfavorevole all'investitore* e in particolare alla prova della diffusione di un'informazione inesatta che abbia avuto una qualche influenza sul prezzo del titolo – volta anche a mantenerlo stabile – successivamente corretta dal mercato <sup>(687)</sup>. Questo fa sì che la prova del nesso di causalità sia raggiunta non tanto quando si dimostri che il rating inesatto abbia determinato un aumento del prezzo al momento della sua emissione ovvero una sua diminuzione al momento della sua revisione, quanto piuttosto quando si dia la prova che tramite tale manipolazione del prezzo *l'investitore ha sopportato il costo della diffusione del rating inesatto*.

A ben vedere, incremento del prezzo dovuto all'emissione di un giudizio di rating inesatto e diminuzione dello stesso a seguito della revisione del rating sono, a tutti gli effetti, due lati della stessa medaglia, poiché rappresentano l'effetto manipolativo del rating sul prezzo dello strumento finanziario; tanto è vero che da una netta diminuzione del prezzo del titolo a seguito della correzione di un giudizio di rating ben potrebbe desumersi l'effetto opposto, ossia il suo incremento al momento dell'emissione originaria del voto <sup>(688)</sup>. Viceversa, dalla mancata reazione del mercato alla revisione del rating (o alla diffusione di informazioni presso il pubblico che siano in grado di smentire la valutazione sul merito di credito precedentemente emessa dall'agenzia) ben potrebbe desumersi l'assoluta irrilevanza del rating nella dinamica dei prezzi e, pertanto, l'insussistenza di un impatto positivo dell'emissione del voto di rating sul prezzo del titolo e, in definitiva, l'insussistenza *ab origine* di un legame causale. Tuttavia, tali considerazioni, sono ben lontane dall'aver un qualche valore conclusivo e non escludono la necessità di espletare un'indagine caso per caso delle dinamiche di prezzo dello strumento finanziario

---

alleged misrepresentation is still incorporated into the value of the security and may be recovered at any time simply by reselling the security at the inflated price». Tale critica è stata del resto fatta propria anche dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Dura Pharmaceutical, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336; 125 S. Ct. 1627; 161 L. Ed. 2d 577 (2005), dove, difatti, si afferma che la prova dell'aumento del prezzo del titolo a seguito della diffusione di un'informazione inesatta non è sufficiente a ritenere soddisfatto l'onere probatorio gravante in capo all'investitore, poiché non costituisce di per sé prova sufficiente dell'elemento della *loss causation*.

<sup>(687)</sup> In senso analogo sembrerebbero J.W. EISENHOFER – G.C. JARVIS – J.R. BANKO, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, cit., 1445, là dove ritengono che «[w]here expectations of future cash flows are inflated because of a defendant's fraud, allegations at the pleading stage, and proof at a later stage, that the price was improperly inflated during a prior period should be sufficient to meet the loss causation requirement of a securities fraud claim, even where disclosure that fraud has occurred is not followed by a decline in share price, so long as there is some linkage between the market's original cash flow expectations and subsequent disclosures related to the fraud [...] that negatively impacted the share price». Ritiene necessaria una *market correction* anche J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 545.

<sup>(688)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 849, osserva infatti che «[t]he drop in price after the announcement strongly indicates that the misstatement, when made, inflated the price» e, proseguendo, che «[p]roof of this price drop at trial would be a strong indication both that the misrepresentation inflated the purchase price and that the inflation later dissipated before the plaintiff sold, thereby proximately causing a loss».

considerato nell'ambito dell'orizzonte temporale dell'investimento, che tenga in debita considerazione eventuali incrementi o diminuzioni nei prezzi, specie se repentini, senza tuttavia assegnargli valore decisivo.

Quando, ad esempio, l'informazione diffusa al mercato si limiti a confermarne le aspettative, è non solo possibile, ma altresì probabile, che l'informazione non produca un innalzamento del prezzo del titolo. Pertanto, un rating che confermi il merito di credito precedentemente attribuito a un emittente o a un'emissione potrebbe non produrre alcuno scostamento. Si tratta di un fenomeno, invero, abbastanza frequente posto che, in generale, come è stato ricordato, la diffusione di informazioni inesatte, da parte dell'emittente e di altri soggetti, solitamente trova il suo fondamento proprio nella volontà di non deludere le aspettative del mercato e, quindi, nell'ottica di evitare un effetto negativo sui prezzi<sup>(689)</sup>. La distorsione in questo caso starebbe, dunque, nel mantenere artificialmente alto il prezzo e la sussistenza del legame causale ben potrebbe essere mostrata attraverso l'allegazione di una brusca correzione al ribasso dei prezzi al momento della revisione del giudizio. Specularmente, il deprezzamento del titolo, pur in presenza di un aumento al momento dell'emissione del rating, potrebbe non essere né brusco né immediato, ma pur sempre dovuto al rating e quindi idoneo a provare la sussistenza del nesso causale<sup>(690)</sup>.

In definitiva, dunque, la prova potrebbe ben essere raggiunta quando si dimostri che il prezzo di acquisto del titolo, artificialmente inflazionato, sia poi tornato a un valore più prossimo a quello effettivo una volta scoperta l'inesattezza del rating, e che l'investitore abbia sopportato il costo di questo processo di «riadattamento», poiché al momento della scoperta dell'inesattezza del rating e della perdita di valore del titolo, egli deteneva ancora lo strumento finanziario in questione; ovvero quando – e in questo caso la prova potrebbe risultare più semplice poiché è individuabile un momento puntuale nel quale effettuare l'accertamento – si dimostri che *al momento in cui l'investitore ha ceduto il titolo* il prezzo di quest'ultimo era artificialmente depresso dal giudizio di rating inesatto. Tuttavia, le singole fattispecie potrebbero essere in concreto ben più complesse di così, richiedendo

---

<sup>(689)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 852, ricorda infatti che «[T]he problem however is that of all the misstatements that do in fact inflate the purchase prices of issuers' shares, probably most are made to avoid disappointing expectations rather than to increase expectations, which means they are not followed by an immediate significant price increase». In tal senso anche A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, cit., 186. Ad esempio, nel caso *No. 84 Employer-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. America West Holding Corp.*, 320 F.3d 920, 934 s. (9<sup>th</sup> Cir. 2003), la Corte riconosce che, al fine di valutare la significatività dell'informazione fornita al mercato, un'attenta analisi dei fatti di causa si dimostra necessaria in relazione ai casi in cui il mercato non reagisca immediatamente all'informazione. Nella fattispecie esaminata dai giudici, ad esempio, la diffusione della notizia della conclusione di un *settlement agreement* non ebbe alcun effetto sul prezzo del titolo, mentre la successiva comunicazione al mercato delle reali conseguenze dell'accordo e della presenza di altri problemi ad esso legati determinarono una successiva diminuzione del prezzo.

<sup>(690)</sup> Si ricorda che l'immediata diminuzione del prezzo dello strumento finanziario a seguito della revisione del giudizio di rating è conseguenza nient'affatto scontata, anche qualora la sua inesattezza fosse, fino a quel momento, rimasta nascosta al mercato. Non sempre l'efficienza informativa dei mercati finanziari è tale da consentire di incorporare immediatamente nel prezzo del titolo le nuove informazioni disponibili, incluse informazioni di tipo «correttivo» rispetto a quelle già in circolazione. Per tale ragione, una diminuzione del prezzo dello strumento finanziario a seguito della correzione di un giudizio di rating inesatto potrebbe comunque avvenire, anche se leggermente in ritardo, e tale ritardo non sembrerebbe di per sé sufficiente a precludere il risarcimento a favore dell'investitore che ne sia stato danneggiato, a patto che la successiva perdita sia comunque riconducibile alla condotta dell'agenzia. In termini generali, nel senso che «a delayed reaction can still satisfy the loss causation pleading requirement», si veda M.A. KITSON, *Controversial Orthodoxy: the Efficient Capital Market Hypothesis and Loss Causation*, cit., 214 ss., il quale cita sul punto la decisione resa in relazione al caso *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F3d 228 (5<sup>th</sup> Cir. 2009).



all'interprete di vagliare caso per caso quale sia stato l'effetto del giudizio di rating sul prezzo del titolo e se tale alterazione sia avvenuta «a danno» dell'investitore. Questo potrà richiedere, a seconda dei casi, la prova di un effetto inflattivo iniziale alla data dell'emissione del giudizio e/o la prova di una riduzione del prezzo in occasione della scoperta dell'inesattezza della valutazione sul merito di credito, senza trascurare il momento nel quale è avvenuta l'operazione di acquisto o di vendita.

Quanto appena detto, per ovvie ragioni, sembra trovare applicazione unicamente nel caso in cui il nesso di causalità possa essere ravvisato in una qualche influenza sui prezzi da parte del giudizio di rating. Discorso in parte diverso deve, invece, farsi, laddove il nesso di causalità sia rappresentato dall'affidamento riposto nel voto di rating dall'investitore. Qualora egli si sia determinato ad acquistare gli strumenti finanziari dell'emittente in considerazione del voto medesimo, infatti, il legame causale che viene in rilievo è esclusivamente quello tra la conoscenza del giudizio di rating da parte dell'investitore e l'assunzione di una determinata scelta di investimento e, per tale motivo, risulterebbe superflua un'analisi circa il momento nel quale l'investitore ha compiuto l'acquisto o ha effettuato la vendita, a patto che siano dimostrati l'incidenza del voto di rating sulla decisione di investimento e il danno patito dall'investitore. Eventuali dinamiche di prezzo dovranno essere, tuttavia, considerate in un secondo momento, unitamente ai fattori che le hanno determinate, onde accertare la sussistenza del danno e provvedere alla determinazione del suo ammontare. È evidente, infatti, che, nel caso in cui non sia stato il rating a determinare una manipolazione dei prezzi in senso sfavorevole all'investitore, la perdita di valore dell'investimento, che non sarebbe stato effettuato in presenza di un rating corretto, sarà dovuta alla diffusione di altre informazioni (inesatte) o ad altri accadimenti relativi alla sfera dell'emittente. L'alterazione dei prezzi verrebbe, dunque, in rilievo ai fini dell'accertamento e della quantificazione del danno e, in tale ottica, i profili temporali di verifica del danno sui quali ci si è pocanzi soffermati manterrebbero importanza, seppure in una luce diversa.

In questo discorso si inserisce, ovviamente, il problema dell'efficacia nel tempo dei giudizi di rating, dei *credit watch* e degli *outlook*.

Come è noto, nonostante i giudizi di rating vengano emessi avendo riguardo a un determinato orizzonte temporale (solitamente di medio-lungo periodo), più ci si allontana dalla prima emissione o dalla revisione del voto, maggiori sono le problematiche inerenti la perdurante validità della valutazione espressa dall'agenzia ai fini della sussistenza del legame eziologico. In particolare, maggiore è il tempo trascorso tra l'emissione del giudizio di rating e l'operazione di investimento o disinvestimento e maggiore è la possibilità non soltanto che il mercato ne scopra l'inesattezza e corregga conseguentemente il prezzo, ma anche che non si possa più ritenere ragionevole l'affidamento eventualmente riposto dall'investitore nel giudizio di rating poiché quest'ultimo è, appunto, troppo risalente nel tempo <sup>(691)</sup>.

Viene, inoltre, in gioco la diffusione di eventuali *credit watch* e *outlook* da parte dell'agenzia di rating con la finalità di «aggiornare» una valutazione precedentemente

---

<sup>(691)</sup> È pur vero che il Regolamento CE n. 1060/2009, così come modificato dal più recente Regolamento UE n. 462/2013, pone in capo alle agenzie di rating il dovere di monitorare *costantemente* e comunque con cadenza almeno annuale la correttezza e la perdurante validità delle valutazioni diffuse al mercato (cfr. art. 8, par. 5). Tuttavia è altresì vero che il puntuale adempimento di tale dovere da parte dell'agenzia di rating viene in rilievo non tanto sotto il profilo della sussistenza del nesso causale, quanto piuttosto ai fini della valutazione della condotta e dell'eventuale negligenza dell'agenzia medesima.

emessa. Da un lato è ben possibile che la pubblicazione di un *outlook* o il fatto che un determinato giudizio di rating venga messo sotto osservazione («on credit watch») producano un'autonoma variazione di prezzo del titolo <sup>(692)</sup>, dall'altro potrebbe determinarsi un vero e proprio affidamento da parte dell'investitore anche con riferimento alla diffusione di *outlook* e *credit watch*.

In questo senso, dunque, il problema dell'efficacia nel tempo dei giudizi già emessi e il problema del ruolo dei *credit watch* e degli *outlook* nella formazione dei prezzi e del convincimento dell'investitore contribuiscono a rendere particolarmente complesso – e privo di soluzioni univoche e sicuramente valide – l'accertamento della sussistenza del legame eziologico tra condotta dell'agenzia di rating/alterazione dei prezzi e danno patito dall'investitore, deponendo a favore di un'analisi caso per caso che valorizzi le eventuali peculiari caratteristiche della dinamica di produzione del danno.

### 7.1. Considerazioni in merito al ricorso alla *fraud-on-the-market theory* ai fini della prova del nesso di causalità.

La *fraud-on-the-market theory* è stata adottata per la prima volta dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel 1988 in relazione al caso *Basic v. Levinson* (si v. *supra*, capitolo 2, § 2.3.). La Corte, tenendo presenti le difficoltà di prova, nell'ambito delle *class actions* promosse in occasione di asserite violazioni della *Rule* 10b-5, dell'affidamento riposto da ciascun investitore componente la «classe» nell'informazione inesatta diffusa al mercato, ha ritenuto infatti che la *reliance* potesse essere presunta qualora il danno si fosse verificato in un mercato «efficiente», richiamando così la *efficient capital market hypothesis* che era andata affermandosi nella teoria economica del tempo <sup>(693)</sup>. Poiché nei mercati finanziari efficienti – *recte*, nei mercati che presentano una forma di efficienza almeno semi-forte – le informazioni pubblicamente disponibili sono immediatamente incorporate nei prezzi degli strumenti finanziari, l'investitore che faccia affidamento sull'integrità del prezzo di mercato al fine di assumere le proprie scelte di investimento viene danneggiato dalla diffusione di un'informazione inesatta – la quale incide, appunto, proprio sulla formazione e sull'integrità del prezzo – a prescindere dall'effettiva conoscenza dell'informazione da parte del medesimo <sup>(694)</sup>.

---

<sup>(692)</sup> A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 36 s.

<sup>(693)</sup> Un'ulteriore presunzione di affidamento che, per certi versi, fa da corollario a quella introdotta in relazione al caso *Basic v. Levinson*, anche se a dire il vero è anteriore nel tempo, è stata affermata dalla Corte Suprema nel caso *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 153 s.; 92 S. Ct. 1456, 1472; 31 L. Ed. 2d 741, 761 (1972), dove la Corte ha infatti affermato che l'affidamento dell'investitore può presumersi in tutti i casi in cui la parte convenuta aveva il dovere di fornire un'informazione, poi omessa, nei confronti dell'investitore e l'informazione omessa potesse considerarsi *material*.

<sup>(694)</sup> Cfr. F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 465, dove si conclude che «the Court accepted that securities prices accurately reflect all publicly available information about the value of a security and investors have a right to expect that publicly available information is accurate and reasonably complete». Al riguardo C.R. KORSMO, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, cit., 1125 ss. (spec. 1130), ritiene che la Corte Suprema degli Stati Uniti non si sia semplicemente limitata a presumere l'affidamento dell'investitore sull'integrità del prezzo di mercato, ma si sia spinta fino a presumere anche l'impatto sui prezzi della diffusione dell'informazione inesatta. Tale impatto sarebbe riconducibile, in sostanza, al requisito della *loss causation*, sulla scorta di un orientamento in tal senso adottato da parte della giurisprudenza precedente. In argomento si veda anche il caso *Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165, 178 s. (3<sup>rd</sup> Cir. 2000), dove la Corte riconduce la *fraud-on-the-market theory* a tre distinte presunzioni: i) che l'informazione inesatta sia stata incorporata nei prezzi; ii) che l'investitore abbia fatto

La *fraud-on-the-market theory* cerca, dunque, di superare, attraverso l'introduzione di una presunzione, una doppia difficoltà: la difficoltà di giustificare il mantenimento del requisito della *reliance* <sup>(695)</sup> con riferimento a eventi di danno che si verificano nei mercati finanziari e, soprattutto, la difficoltà di individuare tale affidamento in maniera unitaria per tutti i partecipanti alla «classe», al fine di rispettare le norme in materia di «certificazione» della classe dettate dalla *Federal Rule of Civil Procedure 23(b)(3)* <sup>(696)</sup>.

È evidente come, quantomeno con riferimento a questo ultimo profilo, una trasposizione della *fraud-on-the-market theory* all'interno dell'ordinamento giuridico italiano non paia giustificata o comunque necessaria. Il ricorso a una presunzione analoga a quella introdotta dalla sentenza *Basic v. Levinson*, infatti, nell'ordinamento italiano sembrerebbe rivestire tutta un'altra (e minore) importanza in assenza di un meccanismo di proposizione dell'azione in giudizio quale quello della *class action*.

Posto, dunque, che la presunzione di *reliance* nota sotto il nome di *fraud-on-the-market theory* ha come primo scopo quello di agevolare la certificazione di una classe di investitori le cui pretese presentino caratteristiche omogenee, occorre a questo punto verificare se tale presunzione possa conservare una qualche validità all'interno di ordinamenti, come quello italiano, dotati di strumenti processuali anche molto diversi, che non consentono un'aggregazione di investitori in qualità di parte attrice analoga a quella che avviene attraverso l'utilizzo del meccanismo della *class action*. Per rispondere a tale interrogativo occorre, in particolare, chiedersi se la *fraud-on-the-market theory* possa costituire un utile strumento di agevolazione probatoria al fine di dimostrare il nesso di causalità tra giudizio di rating errato (o informazione inesatta) e danno patito dall'investitore e, quindi, se mostri

---

affidamento sul prezzo dello strumento finanziario ritenendolo un valido indicatore del valore del titolo; e *iii*) che l'affidamento riposto dall'investitore sull'integrità dei prezzi si mercato sia ragionevole.

<sup>(695)</sup> D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 6, ricorda che l'opinione maggioritaria dei giudici della Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Basic v. Levinson* era nel senso di ritenere che l'affidamento dell'investitore fosse un elemento essenziale della domanda giudiziale di risarcimento del danno fondata sulla *Rule 10b-5*. Indicativa al riguardo è l'opinione espressa in M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 277. Gli Autori citati, infatti, richiamando la pronuncia della Corte Suprema statunitense in relazione al caso *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148, 159 (2008), nel quale la Corte aveva ribadito che l'affidamento è uno degli elementi essenziali della pretesa risarcitoria promossa ai sensi della *Rule 10b-5*, poiché assicura l'esistenza di un valido legame eziologico, hanno ritenuto che «what the Court has said differs from what the Court has done. The Court has largely abrogated the reliance requirement to facilitate securities fraud class actions, focusing instead on materiality».

<sup>(696)</sup> Ai sensi della *Rule 23(b)(3)* delle *Federal Rules of Civil Procedure*: «A class action can be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if [...]: the Court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that the class action is superior to other available methods for the fair and efficient adjudication of the controversy». Il problema di adattare il requisito della *reliance* alla certificazione della «classe» secondo il diritto processuale civile statunitense è ricordato anche da M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 280 e 299. In argomento cfr. specialmente F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 457 s., dove si osserva che, nonostante la teoria economica stesse già mettendo in discussione il fondamento della *fraud-on-the-market theory*, la Corte Suprema degli Stati Uniti decise, ciò nondimeno, di mantenere la presunzione di *reliance*, fondandola sulla *efficient capital market hypothesis*. In particolare, gli Autori ricordano che «without the efficient market hypothesis, there appeared to be a loophole in using the class action remedy for securities fraud. [...] To salvage the class action remedy, the Supreme Court made the reliance requirement a much easier burden by allowing plaintiffs to presume that securities traded in an efficient market when the market was liquid»; e C.R. KORSMO, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, cit., 1116, il quale ricorda che «[p]rior to the acceptance of the FOTM [n.d.A. la *fraud-on-the-market*] doctrine, the need to show individual reliance served as a virtually insurmountable barrier to class certification in 10b-5 cases».

un'utilità a prescindere dal meccanismo processuale utilizzato per far valere la pretesa in giudizio.

Come si accennava pocanzi, la *fraud-on-the-market theory* è stata elaborata a partire dalle riflessioni di stampo economico in merito alla *efficient capital market hypothesis*. Poiché secondo quest'ultima teoria un mercato che presenta una forma di efficienza semi-forte o forte è in grado di incorporare immediatamente nei prezzi le informazioni pubblicamente disponibili, tanto che un investitore in possesso di informazioni già pubbliche non riuscirebbe a «battere» il mercato <sup>(697)</sup>, basterebbe la prova della sua efficienza per consentire di ritenere che l'informazione inesatta – e, per quanto qui di interesse, anche il rating – abbiano avuto un impatto sul prezzo del titolo, andando a minare l'affidamento del pubblico degli investitori sull'integrità dei prezzi di mercato. Basterebbe dunque la prova dell'efficienza del mercato per poter ritenere provato l'affidamento dell'investitore, non tanto sull'informazione medesima, di cui egli potrebbe non essere venuto a conoscenza, quanto piuttosto sull'integrità del prezzo che l'informazione in questione ha contribuito a formare.

Questa ricostruzione, qui volutamente semplificata, presta tuttavia il fianco a numerose critiche, sia per quanto riguarda la teoria economica che ne è alla base, sia per quanto riguarda, invece, le conseguenze che si traggono dalla sua applicazione.

Da più parti si è invero sottolineato che difficilmente i mercati presentano le caratteristiche di efficienza necessarie a supportare la presunzione di *reliance* sopra richiamata. I mercati, infatti, sebbene di regola siano efficienti nella forma debole, non sempre mostrano efficienza nella forma semi-forte, cioè quella minima richiesta per poter ritenere che l'informazione pubblicamente diffusa abbia influito sull'integrità del prezzo del titolo, né tantomeno efficienza nella forma forte <sup>(698)</sup>. Inoltre, è comunque possibile che un mercato sia efficiente in senso semi-forte in determinati momenti e non in altri. L'informazione potrebbe essere quindi incorporata nel prezzo del titolo al momento della sua emissione, ma potrebbe non essere ugualmente recepita nei prezzi un'eventuale *corrective disclosure*, se avvenuta in un momento di minore efficienza del mercato <sup>(699)</sup>. È infine ben possibile che il mercato presenti caratteristiche più marcate di efficienza con riferimento a determinate tipologie di informazioni, mentre sia meno efficiente, o comunque non risponda in maniera efficiente, alla disponibilità di un *set* di informazioni di altra natura <sup>(700)</sup>.

---

<sup>(697)</sup> Le categorie di efficienza «debole» (*weak*), «semi-forte» (*semi-strong*) e «forte» (*strong*), in realtà sono state originariamente intese con riferimento a particolari set informativi, tuttavia sono sovente utilizzate al fine di classificare interi mercati. In argomento si veda ad esempio R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, cit., 559, ove si specifica che «[t]he additional use of the trichotomy as a means of classifying markets only highlights further the implicit assumption that different information sets implicate their own processes of price formation and their own efficiency dynamics».

<sup>(698)</sup> Si rammenta, tuttavia, che secondo alcuni, per una valida applicazione della *fraud-on-the-market theory*, sarebbe sufficiente anche la semplice efficienza del mercato in forma debole, poiché anche in tale ipotesi i prezzi di mercato rifletterebero tutte le informazioni note nel momento in cui il prezzo si forma. In tal senso si veda, ad esempio, L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., 467.

<sup>(699)</sup> Al riguardo cfr. F. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on the Market Meets Behavioral finance*, cit., 512, i quali ricordano le complicazioni all'utilizzo del metodo degli *event studies* e all'accertamento del nesso di causalità in presenza di inefficienze di mercato. In tale situazione, infatti, «because the market is potentially not valuing the stock on its fundamentals, the effects at one point in time are not necessarily indicative of what those effects would have been at another. Under such circumstances, an omission at the beginning of the class period that would not be expected to affect share price at that time could unforeseeably cause a severe reaction at the end of the class period».

<sup>(700)</sup> R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, cit., 559.

La necessità di superare critiche di tal genere – allo scopo, dichiarato o meno, di non destituire di fondamento un meccanismo di agevolazione probatoria tanto importante nell'ordinamento statunitense – ha spinto gli interpreti a interrogarsi se effettivamente l'efficienza del mercato sia un prerequisito necessario alla validità della presunzione di affidamento, così come sembrava intendere la Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Basic v. Levinson*. Sulla scorta di riflessioni analoghe si è, quindi, arrivati a ritenere che «the focus of the Supreme Court's holding in *Basic* is misplaced: what determines whether investors were justified in relying on the integrity of the market price is not the efficiency of the relevant market but rather whether a misstatement distorted the price of the affected security»<sup>(701)</sup>. Non sarebbe necessaria la prova dell'efficienza (in senso almeno semi-forte) del mercato nel quale si è verificato il danno, posto che anche in un mercato efficiente soltanto in senso debole – che, pertanto, incorpora nei prezzi esclusivamente le informazioni desumibili dall'andamento dei prezzi passati – è possibile che (alcune) nuove informazioni vengano riflesse nei prezzi e, pertanto, ben può essere *efficiente in senso informativo* anche un mercato inefficiente (o meno efficiente)<sup>(702)</sup>. L'efficienza informativa, in altre parole, non dipenderebbe necessariamente dalle caratteristiche di efficienza generale del mercato, se per efficiente si intende il mercato nel quale il prezzo dello strumento finanziario equivale in ogni momento al valore dell'investimento<sup>(703)</sup>, considerato che

---

<sup>(701)</sup> J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.F. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1018. In questo senso si veda, da ultimo, L.A. BEBCHUK – A. FERRELL, *Rethinking Basic*, in 69 *Bus. Law* 671, 2014, e disponibile anche su <http://www.ssrn.com>; dove si propone di fare riferimento, al fine di ritenere soddisfatto il requisito di uniformità interno alla classe richiesto dalla *Federal Rule of Civil Procedure* 23(b)(3), non all'affidamento riposto dai singoli investitori sull'integrità del prezzo di mercato, ma al fatto che vi sia effettivamente stata una distorsione dei prezzi. Sarebbe la *fraudulent price distortion* a mettere tutti gli investitori che hanno acquistato o venduto i titoli in una determinata finestra temporale nella stessa posizione e a consentire la certificazione della classe. Inoltre, il riferimento alla mera distorsione di prezzo, che, come rilevano gli Autori da ultimo citati, può accadere sia in mercati efficienti che in mercati inefficienti, consente di superare le critiche mosse al fondamento economico della presunzione introdotta dalla Corte Suprema in *Basic v. Levinson*: non occorrerebbe più verificare se effettivamente l'operazione di acquisto o vendita sia avvenuta in un mercato efficiente, ma occorrerebbe esclusivamente verificare se una distorsione di prezzo vi sia stata, a prescindere dalle caratteristiche di efficienza del mercato considerato.

<sup>(702)</sup> Cfr. J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1021, dove si osserva che «[t]he Court in *Basic* failed to recognize that major false misstatements or omissions can cause price distortions in any securities market». In argomento si veda, per alcuni cenni, anche C.R. KORSMO, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, cit., 1152 s. Nella letteratura italiana M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 87, ricorda che, anche in mercati inefficienti, la diffusione di informazioni inveritiere o incomplete può determinare una variazione dei prezzi.

<sup>(703)</sup> G.J. ALEXANDER – W.F. SHARPE – J.V. BAILEY, *Fundamentals of Investments*, Upper Saddle River, 2001, 73, definiscono efficiente il mercato nel quale «every security's price equals its investment value at all times». Tra le definizioni di efficienza più note e condivise si ricorda anche quella secondo la quale è efficiente il mercato nel quale i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili; definizione che valorizza la componente di efficienza informativa all'interno del concetto generale di efficienza del mercato che si deve a E.F. FAMA – M.H. MILLER, *The theory of finance*, Hinsdale (IL), 1972, spec. 335, ed è adottata anche da R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficiency*, cit., 554 s. Le definizioni richiamate sono ricordate anche da J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1018 e 1023, i quali rammentano tra l'altro che «substantial disagreement exists about to what degree markets are efficient, how to test efficiency and even the definition of efficiency» e richiamano sul punto lo studio di E. FAMA, *Efficient Capital Markets: II*, in *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 5, 1991, 1575 ss. Le difficoltà empiriche nel determinare cosa debba intendersi per efficienza generale del mercato e quando un mercato possieda tali caratteristiche di efficienza suggeriscono, secondo gli Autori richiamati, l'opportunità di concentrarsi su un ambito di efficienza

anche un mercato inefficiente può mostrare efficienza informativa qualora le nuove informazioni vengano rapidamente incorporate nei prezzi dei titoli <sup>(704)</sup>.

Alla luce delle critiche appena ricordate, che hanno in parte messo in discussione il fondamento economico della *fraud-on-the-market theory*, sostenendo che a un'indagine sull'efficienza del mercato in generale sarebbe preferibile sostituire un'indagine – di stampo econometrico e statistico – volta ad accertare se effettivamente il mercato presenti caratteristiche di efficienza informativa e, in particolare, attraverso l'utilizzo degli *event studies*, se il mercato abbia incorporato nel prezzo del titolo l'informazione inesatta <sup>(705)</sup>, non

---

più circoscritto, ossia l'efficienza informativa del mercato, utilizzando lo strumento dell'*event study* al fine di determinare se, nel caso concreto, una determinata informazione diffusa al mercato sia stata o meno incorporata nel prezzo del titolo cui si riferisce. In particolare, gli Autori citati osservano che «[b]ecause security prices react quickly to new information, we can test for the relevant consideration – whether a security's price has been affected by the misleading information. Testing for efficiency proves more difficult» (*ivi*, 1021). Più di recente, si soffermano sull'esistenza di diverse definizioni del concetto di efficienza anche L.A. BEBCHUK – A. FERRELL, *Rethinking Basic*, cit., 8 ss. (del documento disponibile su <http://www.ssrn.com>). Si segnala che la giurisprudenza statunitense ha cercato nel tempo di individuare le caratteristiche di un mercato efficiente, al fine di indicare agli investitori che volessero valersi della presunzione introdotta da *Basic v. Levinson* quale fosse l'oggetto della prova dell'efficienza del mercato. Si veda in particolare la sentenza resa nel caso *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264, 1286 s. (D.N.J. 1989), dove la Corte ha individuato cinque elementi indicativi dell'efficienza del mercato: il volume di scambi settimanali, il numero di analisti impegnati a valutare e seguire la società, il numero di *market makers* e di arbitraggisti, l'eventuale *disclosure* nei confronti della SEC e la reazione del mercato in termini di aggiustamento del prezzo al rilascio della nuova informazione. In argomento si vedano anche M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 298; C.R. KORSMO, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, cit., 1132 s.; F. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on the Market Meets Behavioral finance*, cit., 516, i quali ritengono che il test introdotto da *Cammer v. Bloom* sia inadeguato a captare alcune inefficienze di mercato, quale, ad esempio, la presenza di una bolla (*bubble*); M.A. KITSON, *Controversial Orthodoxy: the Efficient Capital Market Hypothesis and Loss Causation*, cit., 191 ss., specialmente per quanto riguarda l'utilizzo della *efficient capital market hypothesis* nella *fraud-on-the-market theory*; e D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 15. Secondo quest'ultimo Autore, il riferimento al concetto di efficienza del mercato in luogo del più semplice circoscritto riferimento all'efficienza *informativa* del mercato creerebbe un'inutile confusione. L'Autore rileva infatti che l'ultimo elemento preso in considerazione dalla decisione in *Cammer v. Bloom* (*i.e.* la «responsiveness of the market price to new information») sarebbe da solo sufficiente ai fini della presunzione di *reliance* costruita dalla Corte Suprema in *Basic v. Levinson*. D'altro canto è la stessa Corte a osservare in *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264, 1287 (D.N.J. 1989) che la relazione intercorrente tra comunicazione di una notizia al mercato e variazione dei prezzi «is the essence of an efficient market and the foundation for the fraud on the market theory».

<sup>(704)</sup> In tal senso F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 474. Secondo J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1049, del resto, «the Supreme Court's distinction between shares that trade in efficient markets and shares that trade in inefficient markets should be of no consequence to litigants pursuing causes of action under the fraud-on-the-market theory». Così anche L.A. BEBCHUK – A. FERRELL, *Rethinking Basic*, cit., 6 ss. (del documento disponibile su <http://www.ssrn.com>).

<sup>(705)</sup> J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1018, definiscono l'*event study* come una «simple empirical technique» la quale «enables a determination of “whether false information caused a security to trade at an artificially high or low price”» e forniscono un'esemplificazione di come tale tecnica possa essere utilizzata per determinare se la diffusione di una determinata informazione abbia prodotto un mutamento statisticamente rilevante nei prezzi di uno strumento finanziario (*ivi*, 1028 ss.). In argomento si vedano anche A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, cit., 166 ss., ove, più di recente, si forniscono ulteriori esemplificazioni circa il possibile utilizzo degli *event studies* al fine di determinare l'impatto sul pezzo di mercato della diffusione di determinate informazioni al pubblico; J.W. EISENHOFER – G.C. JARVIS – J.R. BANKO, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, cit., 1426 ss.; e F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 468 s.

si è, tuttavia, arrivati a contestare, quantomeno in un primo momento, l'opportunità di utilizzare una presunzione quale quella creata da *Basic v. Levinson*, magari ravvisandone altrove i presupposti.

Tuttavia, più di recente, studi nell'ambito della finanza e dell'economia comportamentale non solo hanno in parte rimesso in discussione l'efficacia e la validità del metodo dell'*event study*, ritenendolo non sempre in grado di dimostrare variazioni statisticamente significative nei prezzi di mercato dei titoli, specie qualora vi siano più accadimenti (o più informazioni) contestuali in grado di incidere sul prezzo<sup>(706)</sup>, ma hanno anche sottolineato il fatto che spesso i prezzi di mercato hanno andamenti del tutto irrazionali<sup>(707)</sup>, come d'altra parte possono essere le scelte degli investitori. Studi e ricerche più e meno recenti nell'ambito dell'economia comportamentale mostrano, dunque, come le scelte di investimento siano frequentemente irrazionali, o comunque fondate su una ponderazione non coerente degli elementi informativi e decisionali a disposizione degli investitori<sup>(708)</sup>, oltre a un più generale andamento erratico dei prezzi di mercato, non facilmente giustificabile alla luce di una presunta efficienza informativa dello stesso<sup>(709)</sup>. A ciò si aggiunga che talvolta gli investitori sono ben consci del fatto che il prezzo di mercato dello strumento finanziario acquistato o venduto non corrisponde al suo valore «effettivo»

---

<sup>(706)</sup> D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 33 e 36. Cfr. anche M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, cit., 279, il quale ricorda, tra le possibili cause di una diminuzione del prezzo del titolo, il cambiamento delle aspettative del mercato e della congiuntura economica, la presenza di accadimenti rilevanti nel settore industriale di riferimento o di avvenimenti particolari relativi all'impresa che non attengono necessariamente all'oggetto dell'informazione inesatta diffusa e via dicendo.

<sup>(707)</sup> D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 24 ss., ricorda, ad esempio, il fatto che «the contemporary literature suggests that even for widely-traded stocks, significant deviations from the efficiency ideal are quite possible. [...] When sentiment or noise causes an overreaction to some kinds of news (or pseudo-news) or an underreaction to other news (perhaps because pseudo-information crowds out what is fundamentally important because of limited attention capacity) we see evidence of both fundamental and informational inefficiency» (*ivi*, 24) e osserva che «the event study no longer offers a clean assessment of the intrinsic value of the fraud because noise and sentiment can influence price as well, and hence the econometrician's ability to discipline the litigation process diminishes» (*ivi*, 29). In argomento si vedano anche F. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on the Market Meets Behavioral finance*, cit., 508 ss., i quali segnalano la possibilità che in un mercato inefficiente anche un'informazione «immaterial» – ossia non in grado di modificare le aspettative degli investitori circa i possibili ritorni economici dell'investimento e che, pertanto, in un mercato efficiente non produrrebbe alcuna modifica del prezzo – possa determinare un incremento o una diminuzione del prezzo dello strumento finanziario considerato, in questo modo rendendo più difficile l'utilizzo dello strumento degli *event studies*. Gli Autori ricordano in particolare un episodio relativo a un rapido incremento del prezzo dei titoli EntreMed (ENMD) nel maggio 1998 a seguito della diffusione di una notizia riguardante la società da parte del New York Times, incremento che tuttavia risultava non pienamente giustificabile in un'ottica di efficienza del mercato posto che la medesima notizia era già stata resa nota al pubblico alcuni mesi prima da altre testate a diffusione nazionale. Ne deriverebbe, dunque, che «when a market is not efficient, it becomes harder to show how the price effect of a disclosure relates to the overpayment on purchase» (*ivi*, 512). Cfr. infine R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, cit., 1530, il quale ricorda che «the stock market is very noisy. Its workings are complex and the stock price movements of individual stocks are often mysterious. The largest market crashes tend not to correspond to any particular announcement of negative news, and the market often moves little in response to what appear on their face to be significant news developments».

<sup>(708)</sup> F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 485 ss.

<sup>(709)</sup> Cfr. al riguardo anche M.A. KITSON, *Controversial Orthodoxy: the Efficient Capital Market Hypothesis and Loss Causation*, cit., 216, il quale ricorda che «[t]he scholarship is extensive and challenges the ECMH [*i.e.* the efficient capital market hypothesis] in many forms: complex statistical studies identifying persistent pricing anomalies; the burgeoning field of behavioral economics, particularly in the context of noise theory; and historical instances of pricing bubbles in 2000 and 2008 which highlight blatant instances of incorrect valuation».

e ciò nondimeno decidono di compiere operazioni di investimento aventi ad oggetto un titolo *mispriced*: in tali casi verrebbe addirittura destituito di fondamento l'assunto secondo il quale gli investitori compierebbero le proprie scelte di investimento facendo affidamento sull'integrità del prezzo degli strumenti finanziari considerati <sup>(710)</sup>.

È per tali ragioni e sulla scorta di critiche analoghe a quelle sopra ricordate, che di recente è stato chiesto alla Corte Suprema, in occasione del caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* <sup>(711)</sup>, di tornare sui propri passi e di mutare la propria pluridecennale opinione sull'ammissibilità del ricorso alla *fraud-on-the-market theory* con riferimento alla possibilità di presumere la *reliance* in un mercato efficiente. Tuttavia la Corte Suprema non ha accolto questa nuova linea interpretativa e anziché rivoluzionare il sistema delle *securities fraud actions* attraverso l'adozione di una regola opposta o comunque diversa da quella a suo tempo fatta propria nel caso *Basic v. Levinson*, ha preferito onorare il principio dello *stare decisis* <sup>(712)</sup>.

Se, dunque, la *fraud-on-the-market theory* è naturalmente destinata a rivestire una minore importanza applicativa in ordinamenti, quale quello italiano, che non dispongono di strumenti processuali perfettamente coincidenti al meccanismo della *class action* per le richieste di risarcimento dei danni prodottisi sui mercati finanziari e se il suo fondamento pare comunque messo in discussione anche e proprio nell'ordinamento nel quale tale teoria è stata per la prima volta applicata, una riflessione in ordine all'opportunità di una sua meccanica trasposizione nell'ordinamento italiano e, comunque, più in generale, di un suo utilizzo ai fini di agevolare la prova del nesso di causalità tra giudizio di rating inesatto e danno all'investitore pare più che mai opportuna <sup>(713)</sup>.

A ben vedere, la *fraud-on-the-market theory* si fonda su una premessa che può considerarsi discutibile <sup>(714)</sup>, pur traendone delle conseguenze interessanti in termini di prova del nesso eziologico <sup>(715)</sup>.

---

<sup>(710)</sup> Sul punto cfr. F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, cit., 503 s. e 521, i quali precisano altresì che l'affermazione della Corte Suprema degli Stati Uniti in *Basic v. Levinson*, secondo la quale gli investitori non acquisterebbero uno strumento finanziario ad un prezzo inflazionato, sarebbe non corretta e, concludono, in particolare, che «[w]henever the market can be shown to have the elements of a bubble, which very often *is* an answerable question, then the presumption of reliance under *Basic* is no longer valid».

<sup>(711)</sup> Al riguardo si veda la memoria (*brief*) presentata dalla società Halliburton Co. e da David Lesar per la fase del giudizio innanzi alla Corte Suprema, disponibile su <http://http://sblog.s3.amazonaws.com/wp-content/uploads/2014/01/13-317ts.pdf>. Per un commento alle difese presentate dalle parti in giudizio e un'analisi della (in)opportunità che la Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*, cui si riferisce detta memoria, mantenga invariata la presunzione di *reliance* introdotta da *Basic v. Levinson*, si vedano L.A. BEBCHUK – A. FERRELL, *Rethinking Basic*, cit., 1 ss.

<sup>(712)</sup> *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*, 189 L. Ed. 2d 339; 2014 U.S. LEXIS 4305; 82 U.S.L.W. 4522; 24 Fla. L. Weekly Fed. S. 897.

<sup>(713)</sup> L'applicazione della *fraud-on-the-market theory* alla responsabilità per danno da rating è prospettata, ad esempio, da L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., 465 ss.

<sup>(714)</sup> J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1020, ricordano del resto che «the fundamental premise underlying the fraud-on-the-market theory is that investors who buy and sell securities are harmed if the *rely* on the “integrity” of the market price when trading securities whose prices are artificially altered by material misstatements or omissions» (*enfasi aggiunta*).

<sup>(715)</sup> Si fa riferimento, in particolare, all'irrilevanza che assume, nel quadro della *fraud-on-the-market theory*, l'effettiva conoscenza da parte dell'investitore dell'informazione che ha prodotto la distorsione di prezzo, sottolineata anche da J.R. MACEY – G.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.M. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, cit., 1020, i quali, ricordano,



Non può ignorarsi, infatti, che richiedere la prova dell'affidamento dell'investitore, quand'anche questo avesse ad oggetto l'integrità del prezzo di mercato e non l'informazione in sé, può risultare una forzatura in tutti quei casi – e non sono pochi – in cui l'investitore abbia basato la propria scelta di investimento sulla raccomandazione di un consulente operante in seno a un intermediario finanziario, o abbia acquistato il titolo pur sapendo che il prezzo, per le ridotte caratteristiche di efficienza del mercato o per il sospetto dell'esistenza di una bolla speculativa o per qualsivoglia altro motivo, potrebbe non essere un perfetto indicatore del valore dell'investimento. Del resto, l'investitore, pur tenendo presente il prezzo dello strumento finanziario acquistato, potrebbe considerare decisivi altri fattori relativi all'investimento, quali ad esempio la reputazione dell'emittente, la possibilità di disinvestire facilmente e via dicendo o, più semplicemente, potrebbe basare la propria decisione sul prezzo, quale mero dato informativo, senza confidare sulla sua integrità.

A ciò si aggiunga che l'*efficient capital market hypothesis*, ad uno sguardo più attento, si mostra una teoria pur sempre utile ma estremamente sfaccettata e non facilmente sintetizzabile nell'assunto per cui se un mercato è efficiente – ammesso che ci si intenda sul concetto di efficienza e sulle modalità per testarne il grado – allora tutte le informazioni pubblicamente disponibili saranno sicuramente riflesse nel prezzo degli strumenti finanziari in esso negoziati.

Tuttavia, la critica più pregnante alla *fraud-on-the-market theory* potrebbe essere ravvisata nel fatto che essa è una costruzione richiesta dal non voler abbandonare la tesi per cui, nei casi di *misrepresentation* al mercato, l'affidamento dei potenziali destinatari dell'informazione – che da affidamento sull'informazione diventa affidamento sull'integrità dei prezzi di mercato – sia sempre e comunque necessario. In questo senso, la *fraud-on-the-market theory*, attribuendo centrale importanza alla *reliance* (sia pure rispetto all'integrità del prezzo di mercato e non rispetto all'informazione inesatta in concreto diffusa), in taluni casi finisce per creare una finzione giuridica non strettamente necessaria. Si giunge infatti a presumere l'affidamento proprio dove si dovrebbe invece riconoscere la sussistenza di un diverso contributo causale dell'informazione inesatta alla produzione del danno. L'efficienza del mercato e, in particolare, l'efficienza informativa del mercato – posto che, come è stato dimostrato, anche un mercato inefficiente può mostrare un buon grado di efficienza informativa – mostra semmai che il rating o l'informazione inesatta hanno inciso sulla formazione e sull'integrità dei prezzi di mercato, creando per tale via un danno all'investitore; non autorizza, invece, a ritenere che l'investitore si sia «affidato» ai prezzi di mercato e, pertanto, a presumere che egli abbia fatto affidamento su tutte le informazioni che, seppur non conosciute direttamente, abbiano inciso sul prezzo medesimo o, più in generale, sul prezzo così formato <sup>(716)</sup>.

---

tra l'altro, che «the Court clearly suggests [...] that the truly relevant inquiry is, as we propose, whether a material public misstatement has occurred that has distorted the market price» (*ivi*, 1028). In senso analogo si vedano anche D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 29; e L.A. BEBCHUK – A. FERRELL, *Rethinking Basic*, cit., 1 ss. (spec. 20 ss.).

<sup>(716)</sup> Come ha osservato D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 9 e 20, dalla lettura dell'*opinion* rilasciata dalla Corte Suprema nel caso *Basic v. Levinson* si evince che in realtà i giudici della Corte non si soffermano tanto a descrivere le modalità attraverso le quali gli investitori ripongono il proprio affidamento in un'informazione inesatta. Essi sembrano infatti piuttosto decidere che gli investitori dovrebbero poter essere in grado di fare affidamento sull'integrità del prezzo di mercato («what Basic is doing is creating an entitlement to such reliance, rather than describing it as a fact», *ivi*, 20). L'Autore è del resto chiarissimo nell'affermare, conformemente a quanto qui sostenuto, che dall'efficienza del mercato può al più trarsi la conseguenza che l'investitore abbia subito un danno in occasione di un'operazione di

Tali critiche, vevolevoli in generale per la diffusione di qualsiasi tipo di informazione al mercato, acquistano poi maggiore forza qualora si consideri che i giudizi di rating non sono sempre accostabili alle altre informazioni comunicate al mercato, sia in ragione del tipo di mercato – mercati obbligazionari *in primis* – in relazione al quale l'attività delle agenzie di rating si mostra di primario interesse, sia per la imprevedibile incidenza che il voto di rating può avere sul prezzo di mercato.

Non si può infatti non notare che spesso i mercati del debito presentano un grado di efficienza complessiva inferiore rispetto al mercato azionario <sup>(717)</sup>; circostanza che, anche volendo accettare la validità della *fraud-on-the-market-theory* e delle premesse di efficienza del mercato sui cui essa si fonda, suggerirebbe comunque maggiore cautela nel ritenere ammissibile una presunzione di affidamento nei termini ampiamente discussi.

La minore efficienza generale dei mercati di debito potrebbe attribuire, invece, rinnovata importanza proprio all'analisi econometrica e statistica, pur con tutti i limiti che questa presenta, al fine di verificare se effettivamente sia possibile ritenere che il giudizio di rating abbia prodotto un mutamento di prezzo statisticamente rilevante <sup>(718)</sup>, dato che il suo utilizzo ben può assumere valenza autonoma e indipendente rispetto all'applicazione della *fraud-on-the-market theory*. I rating, infatti, vengono di regola incorporati nei prezzi e le conseguenze, ad esempio, in termini di abbassamento dei prezzi e innalzamento del tasso di interesse pagato sui titoli di debito emessi e più in generale di peggioramento della situazione finanziaria della società prodotte da un *downgrade* al di sotto della soglia dell'*investment grade* sono note. Il dibattito di matrice statunitense che, con particolare riferimento alla natura dei giudizi di rating, ha rilevato come sia talvolta dubbio l'effettivo contributo informativo dei rating, oltre che la loro incidenza sull'andamento dei prezzi

---

acquisto o vendita sul mercato. Più precisamente, egli osserva che «market efficiency is a hypothesis about one or both of two things, the fundamental rationality of market valuation and the speed of adjustment to new information. The latter (informational efficiency) is what finance studies had largely shown, that is, that stock prices react very quickly to new information and show no bias or drift thereafter. To be sure, if prices adjust rapidly to impound new information then fraud will quickly distort prices if market professionals are deceived. So the *fact of market efficiency would be a sufficient reason why an investor relying on market price integrity would be harmed*. But not a necessary reason, because fraud can and does distort prevailing prices even when adjustment is not delayed or incomplete. All we need is reason to believe that there is *some* causal linkage between the misrepresentation and prevailing prices that investors are using as reference points for their trading decisions» (*enfasi aggiunta*). In altre parole, dall'efficienza informativa del mercato può trarsi esclusivamente la conseguenza che l'informazione, essendo stata incorporata nei prezzi, ha prodotto un danno per l'investitore che abbia compiuto una scelta di investimento utilizzando come parametro il prezzo così formato. L'efficienza del mercato nulla dice circa l'affidamento riposto dall'investitore nell'informazione inesatta. Ciò del resto non riveste particolare importanza, se si considera che in presenza di una distorsione dei prezzi risulta comunque sussistente un nesso di causalità tra informazione e danno, a prescindere dall'affidamento.

<sup>(717)</sup> Al riguardo cfr., ad esempio, L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., 468, secondo il quale l'applicabilità della *fraud-on-the-market theory* alla responsabilità delle agenzie di rating per i giudizi emessi su titoli di debito potrebbe incontrare qualche difficoltà in ragione del fatto che il prezzo di mercato di un titolo obbligazionario potrebbe essere meno reattivo, rispetto a quello di un titolo azionario, alle informazioni sull'emittente, salvo che queste non aumentino la probabilità di *default*. A rendere meno efficienti i mercati del debito potrebbe contribuire il fatto che i titoli obbligazionari sono di solito detenuti fino a scadenza e che, per tale ragione, il numero degli scambi può considerarsi generalmente piuttosto basso.

<sup>(718)</sup> Negli Stati Uniti, alcuni studi empirici avrebbero, ad esempio, mostrato la possibilità che i mercati di debito abbiano un elevato grado di efficienza informativa o, comunque, che i mercati primari del debito siano più rapidi nell'incorporare nei prezzi le nuove informazioni pubblicamente disponibili rispetto ai corrispondenti mercati secondari. In argomento cfr. M. KAHAN, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, cit., 579 s., richiamato anche da M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 307.

(<sup>719</sup>), deve pur sempre essere tenuto presente, a conferma del fatto che, pur all'interno della generale attitudine dei giudizi di rating a incidere sulle dinamiche di prezzo, è ben possibile che, in un particolare caso concreto, il mercato non attribuisca alcun valore informativo a un determinato rating e non si assista pertanto ad alcuna variazione significativa nei prezzi. Tuttavia, proprio in tali ipotesi, l'analisi econometrica e statistica risulterebbe decisiva, al fine di determinare se nel caso esaminato tale variazione si sia in effetti verificata.

La *fraud-on-the-market theory* sembra dunque fornire spunti interessanti circa la prova del nesso di causalità pur partendo da una premessa discutibile, consistente nella volontà, oggi forse anacronistica, di conservare ad ogni costo l'elemento dell'affidamento. L'affannarsi al fine di trovare un modo per salvare il requisito della *reliance* finisce paradossalmente per provare l'esatto contrario: l'affidamento nelle informazioni inesatte – e, pertanto, nei rating – diffusi al mercato non è sempre ravvisabile; tuttavia, il danno può comunque prodursi in ragione dell'influenza sui prezzi di tali elementi informativi (<sup>720</sup>).

Non sembra, dunque, possibile un meccanico e indiscriminato ricorso alla *fraud-on-the market theory*, così come intesa dalla giurisprudenza statunitense, al fine di agevolare la prova del nesso di causalità tra giudizio di rating e danno per l'investitore. La (talvolta) scarsa rilevanza dell'affidamento, le mutevoli caratteristiche di efficienza dei mercati – specie per quanto riguarda l'efficienza di tipo informativo – e le componenti irrazionali presenti sia nelle dinamiche di prezzo che nelle scelte di investimento suggeriscono un approccio di maggiore cautela nell'analisi delle modalità di prova del nesso di causalità, che purtuttavia tragga spunto dalle interessanti intuizioni della giurisprudenza statunitense e che, su tale base, consenta un ricorso alla prova per presunzioni secondo le circostanze del caso concreto.

## 7.2. La prova del nesso di causalità tramite il ricorso a presunzioni.

Non potendo ammettersi un indiscriminato ricorso ai dettami della *fraud-on-the-market theory*, di ancora più immediata evidenza è, dunque, la necessità di trovare soluzioni che

---

(<sup>719</sup>) Da alcuni è stato rilevato che il rating non farebbe altro che racchiudere informazioni già presenti sul mercato, senza in realtà contribuire alla diffusione di nuove informazioni in modo significativo. Altri hanno evidenziato invece che il rating costituirebbe in ogni caso un'informazione rilevante per il mercato come mostrato dall'oscillazione dei prezzi in presenza dell'emissione di una nuova valutazione sul merito di credito. In argomento C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 64 ss. (spec. 67). Al riguardo si veda, ad esempio, anche M. KAHAN, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, cit., 578 s., il quale fa riferimento ad alcuni studi empirici risalenti agli anni '70 e '80 del secolo scorso, volti ad accertare l'effettivo impatto sui prezzi formati nei mercati statunitensi della pubblicazione delle valutazioni sul merito di credito, i quali avevano mostrato risultati non sempre coincidenti. In particolare, con riferimento ai mercati obbligazionari statunitensi, nei quali avvenivano le negoziazioni di titoli obbligazionari emessi da società industriali, l'efficienza informativa complessiva del mercato consentiva a quest'ultimo di anticipare attraverso movimenti dei prezzi le variazioni dei giudizi di rating, posto che dette valutazioni spesso si fondavano principalmente su informazioni pubblicamente disponibili in grado di avere un'autonoma incidenza sui prezzi. Tuttavia, altri segmenti del mercato obbligazionario mostravano un minore grado di efficienza informativa complessiva e, pertanto, mostravano di reagire a variazioni nel giudizio di rating.

(<sup>720</sup>) Interessante al riguardo è la pronuncia resa in relazione al caso *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1129 (7<sup>th</sup> Cir. 1993), dove la Corte d'Appello federale interpreta la decisione della Corte Suprema in *Basic v. Levinson* in senso analogo a quanto qui riportato, sostenendo, in sostanza, che l'affidamento e l'influenza dell'informazione inesatta sulla formazione dei prezzi sono due possibili metodi alternativi al fine di accertare la sussistenza del nesso di causalità. La Corte osserva infatti che «[t]he Supreme Court's adoption of the fraud-on-the-market doctrine [...] shows that reliance is not essential; although *Basic* continued to use that word, it allowed an alternative method of establishing causation – an effect on the market price – to support recovery by investors who never read the supposedly deceitful statement».

consentano all'investitore danneggiato di provare il legame eziologico tra giudizio di rating e danno patito, necessità della quale l'art. 35-*bis* non sembra tenere conto.

I problemi di prova del nesso causale si mostrano in tutta la loro evidenza già in una delle prime pronunce giudiziali in materia di responsabilità dell'agenzia di rating e, in particolare, nella sentenza del Tribunale di Milano, del 1° luglio 2011. Nonostante la domanda non fosse stata proposta dagli investitori bensì dal commissario straordinario di Parmalat nell'ambito della procedura di amministrazione straordinaria a cui la società di Collecchio era stata sottoposta, tale caso sembra comunque illustrativo delle difficoltà di prova che parte attrice può in concreto incontrare nel momento in cui si trovi a chiedere in giudizio il risarcimento del danno nei confronti dell'agenzia di rating.

Nel caso ricordato, l'agenzia di rating Standard & Poor's era stata convenuta in giudizio con l'accusa di aver contribuito all'aggravio del dissesto di Parmalat mediante l'emissione di rating errati i quali avrebbero nascosto il reale stato di salute della società. In particolare, parte attrice riteneva che i rating favorevoli rilasciati dall'agenzia avrebbero consentito a Parmalat di continuare a emettere obbligazioni sul mercato a danno della massa creditoria. Nonostante l'accertamento in giudizio, attraverso l'ausilio dello strumento della consulenza tecnica, di un comportamento negligente dell'agenzia, la quale aveva addirittura mancato di osservare le proprie metodologie di rating, il risarcimento del danno è stato negato sulla base dell'asserita mancanza di prova circa la sussistenza del nesso causale tra inadempimento dell'agenzia e danno patito. In particolare, a detta della Corte meneghina, non risultava in alcun modo provato il nesso tra il comportamento gravemente negligente dell'agenzia e la conseguente emissione di un rating errato da un lato e l'aggravio del dissesto della società di Collecchio dall'altro <sup>(721)</sup>.

Da quanto detto, e già alla luce dei pur esigui casi finora affrontati dalla giurisprudenza italiana, emerge, dunque, la difficoltà di fornire la prova del nesso di causalità tra giudizio di rating e danno; difficoltà che, se da una parte richiede necessariamente una riflessione sui meccanismi di agevolazione della prova a disposizione dell'investitore, *fraud-on-the-market theory* inclusa, dall'altra impone comunque di tenere conto delle possibili configurazioni della dinamica di produzione del danno nel caso concreto.

Come si accennava in precedenza (si v. *supra*, § 6.2. di questo capitolo), la consulenza tecnica d'ufficio sembra destinata a rivestire importanza fondamentale anche ai fini del raggiungimento della prova del nesso di causalità tra giudizio di rating e danno e, dunque, non solo ai fini della prova della negligenza dell'agenzia. Tuttavia, non sempre gli *event studies* e lo strumento della consulenza tecnica d'ufficio sono risolutivi nell'accertare il nesso eziologico <sup>(722)</sup>. Pertanto, non potendosi fare ricorso alla *fraud-on-the market theory* «tel

---

<sup>(721)</sup> Cfr. Trib. Milano, 1 luglio 2011, in *Soc.*, cit., 1444 ss.; in *Danno e resp.*, cit. 178 ss.; dove la Corte osserva, infatti, che «la difesa attorea non ha dimostrato, neppure in forza di indizi precisi ed univoci, che l'attività svolta dall'agenzia di rating abbia determinato quell'ulteriore dissesto a tale attività esclusivamente riconducibile; con la conseguenza che il supposto aggravio ben avrebbe potuto essere stato determinato anche da altri fattori causalmente rilevanti e, tra l'altro, anche ammessi dalla stessa attrice. In particolare, la Parmalat s.p.a. non ha dimostrato che anteriormente ai contratti di prestazione di rating, le precedenti emissioni obbligazionarie avessero avuto un minore successo: tale circostanza, infatti, avrebbe potuto costituire un significativo indice del vantaggio e, quindi, dell'univoca efficienza causale attribuibile all'attività prestata dalle convenute, con riguardo all'importo richiesto». Per un altro commento alla decisione si veda anche F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, cit., 484.

<sup>(722)</sup> Spesso non è facile isolare quale sia l'effetto dell'emissione di un dato rating dall'effetto prodotto da altre informazioni e altri fattori in grado di avere un impatto sul prezzo, posto che la diffusione dei giudizi di rating sovente avviene contestualmente alla comunicazione di altre informazioni al mercato e,

quel», al fine di agevolare la prova del nesso di causalità in capo all'investitore, si rischia, nei fatti, di non avere alternativa all'utilizzo del meccanismo presuntivo di cui all'art. 2727 c.c.

Come è noto, la norma richiamata consente al giudice di risalire da un fatto noto a un fatto ignoto. La presunzione, nei casi in cui non opera per legge, consente, infatti, al giudice di ritenere provati fatti che risultino da «presunzioni gravi, precise e concordanti» (art. 2729 c.c.) e, pertanto, consiste in un fondamentale strumento di raggiungimento della prova in circostanze, quali quella in esame, in cui l'accertamento di un determinato fatto risulta particolarmente difficoltoso.

Non resta che chiedersi in quali situazioni il giudice possa utilmente presumere la sussistenza del nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno patito dall'investitore e, al riguardo, alcune indicazioni utili sono state fornite proprio dalla giurisprudenza e dalla dottrina statunitensi in materia di *fraud-on-the-market theory*.

Occorre tuttavia distinguere a seconda che l'investitore lamenti di aver effettuato un investimento (o un disinvestimento) poiché a ciò indotto dal giudizio di rating ovvero che il rating abbia determinato una variazione dei prezzi di mercato. Nel primo caso, infatti, la prova per presunzioni del nesso di causalità avrebbe ad oggetto l'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating, nel secondo, invece, riguarderebbe l'effettiva influenza del giudizio di rating sul prezzo del titolo.

Partendo dall'esame di questa prima ipotesi, come si accennava in precedenza (v. *supra*, § 4. di questo capitolo), un vero e proprio affidamento a fonti informative quali prospetti, notizie diffuse dalla stampa finanziaria, giudizi di rating, comunicati stampa dell'emittente e via dicendo, è più facilmente configurabile qualora il prezzo di mercato non possa essere considerato un adeguato segnale del valore dell'investimento, e in particolare in occasione di acquisti sul mercato primario. La centralità di strumenti informativi quali il prospetto, specie per quanto riguarda l'adesione a offerte pubbliche di sottoscrizione, è di tutta evidenza, posto che il prospetto rappresenterebbe, in tali casi, la prima fonte di informazione disponibile sulle caratteristiche degli strumenti finanziari offerti al pubblico. Tuttavia, il prospetto si dimostra strumento principe di informazione per gli investitori anche in occasione di altri tipi di offerta al pubblico e, per tale ragione, la Suprema Corte ha recentemente ritenuto di poter presumere l'affidamento dell'investitore nei casi in cui l'operazione di investimento proposta al pubblico sia accompagnata dall'emissione di un prospetto informativo, sulla scorta del fatto che, alla luce del suo pregnante valore informativo, in difetto di prova contraria può ritenersi che la non veridicità delle informazioni contenute nel prospetto abbia influenzato l'investitore <sup>(723)</sup>.

Ebbene, tale considerazione è particolarmente rilevante ai nostri fini, posto che, come si è ricordato in precedenza (v. *supra*, capitolo 4, § 2.1.), i giudizi di rating sono solitamente inclusi nei prospetti informativi, sia che il prospetto si riferisca a una nuova emissione di strumenti finanziari, sia che riguardi un'offerta pubblica di acquisto o di vendita. Qualora il giudizio di rating inesatto sia incluso in un prospetto informativo,

---

per certi versi, anche in ragione di accadimenti relativi alla sfera dell'emittente che vengono resi noti al mercato e che possono richiedere una revisione del rating.

<sup>(723)</sup> Cfr. Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, cit., dove la Suprema Corte osserva che, posto che il sistema predisposto dal legislatore per le sollecitazioni del pubblico risparmio fa perno sullo strumento del prospetto informativo quale documento centrale onde consentire un'adeguata informazione degli investitori ai quali la sollecitazione è rivolta, «la non veridicità del prospetto non può non generare la presunzione di rilevanza della distorsione informativa sulle scelte dell'investitore», salvo che la non veridicità riguardi aspetti limitati e marginali del prospetto.

potrebbe, dunque, farsi utilmente ricorso alla presunzione di affidamento introdotta dalla Corte di Cassazione con la sentenza dell'11 giugno 2010, n. 14056 <sup>(724)</sup>, senza che l'investitore debba provare di essersi concretamente avvalso del giudizio di rating ai fini della decisione di investire e, comunque, senza che l'investitore debba provare di aver effettivamente letto il prospetto. Secondo l'insegnamento della Suprema Corte, infatti, spetterà al convenuto – nel nostro caso, l'agenzia di rating – provare che l'investitore non poteva aver fatto affidamento sul giudizio di rating ovvero che questi non aveva affatto letto il prospetto.

A supportare la presunzione di affidamento da parte dell'investitore così costruita gioca, del resto, non soltanto la constatazione, di comune esperienza, circa il fatto che il prospetto viene solitamente consultato e esaminato dagli investitori prima di decidere se acquistare i titoli offerti, ma anche il fatto che è lo stesso legislatore ad attribuire al prospetto un ruolo centrale nell'ambito delle fonti di informazione a disposizione del mercato in occasione delle operazioni di sollecitazione all'investimento (cfr. art. 94 TUF).

Nel caso in cui il rating inesatto sia incluso in un prospetto informativo, dunque, pare senza dubbio potersi presumere l'affidamento dell'investitore sulla valutazione rilasciata dall'agenzia e, pertanto, sembrerebbe doversi ritenere sussistente il nesso di causalità tra giudizio inesatto e danno patito dall'investitore.

Resta da chiedersi che spazio vi sia per l'operatività del meccanismo presuntivo nei casi in cui, invece, il rating inesatto non sia stato incluso nel prospetto informativo, magari poiché l'operazione di acquisto o vendita non ha avuto luogo in occasione di una sollecitazione all'investimento. D'altro canto, il problema della prova per presunzioni dell'affidamento, specie qualora non vi sia un prospetto informativo, non può essere trascurato, in considerazione del fatto che l'art. 35-*bis*, Regolamento CE n. 1060/2009, sembra in ogni caso richiedere la prova dell'affidamento al fini del positivo riconoscimento della responsabilità dell'agenzia di rating (e dunque anche quando il richiamo all'elemento della *reliance* rischierebbe, per i motivi lungamente esposti, di risultare una forzatura o una finzione).

Deve necessariamente muoversi dalla considerazione che, di regola, gli investitori tengono in debito conto le valutazioni delle agenzie di rating al fine di assumere le proprie decisioni di investimento <sup>(725)</sup>. L'affidamento riposto nei giudizi di rating è, infatti, un fenomeno generalizzato, talvolta incentivato proprio dal riconoscimento di un valore regolamentare al rating e, in definitiva, dal fatto che anche il legislatore, nazionale o transazionale, ha talvolta fatto «affidamento» sui giudizi di rating al fine di integrare la propria disciplina <sup>(726)</sup>. La dimensione del fenomeno è confermata, tra l'altro, anche dalla

---

<sup>(724)</sup> Si veda sempre Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, cit.

<sup>(725)</sup> Si veda, ad esempio, Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, cit., 468; in *Danno e resp.*, cit., 183, dove osserva che «[n]on vi è dubbio che i rating e, dunque, le informazioni fornite dalle agenzie influenzino i comportamenti delle imprese e degli investitori (non di rado, piccoli risparmiatori)».

<sup>(726)</sup> Sembra sostenere un'opinione analoga anche P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 164, là dove osserva che la finalità «para-istituzionale» del rating, dovuta al valore regolamentare dei giudizi e al fatto che gli intermediari, secondo la giurisprudenza, devono ritenersi tenuti a fornire informazioni circa l'emissione di un giudizio di rating «agevola il ricorso al meccanismo presuntivo». Per quanto non possa che condividersi tale premessa, più discutibile pare la conclusione – forse troppo netta – che l'Autore ne trae. Egli prosegue infatti affermando che è proprio sulla base di tale finalità «para-istituzionale» che «il nesso eziologico tra l'emissione di un rating erroneo, l'investimento effettuato ed il danno subito dall'investitore a causa dell'insolvenza dell'emittente, potrà ritenersi *in re ipsa*». Come si cercherà di argomentare nel presente paragrafo, invece, per quanto la prova del nesso di causalità possa essere fornita tramite presunzioni, dal semplice fatto che vi è un diffuso affidamento sui giudizi di rating, non può

giurisprudenza italiana in materia di responsabilità degli intermediari finanziari, secondo la quale costituisce una violazione degli obblighi di informazione gravanti in capo all'intermediario l'omessa informazione dell'investitore circa l'esistenza di una valutazione sul merito di credito emessa da un'agenzia di rating in relazione all'operazione di investimento considerata <sup>(727)</sup>.

A ciò si aggiunga che, specie nel caso di acquisto dei titoli di debito, il merito di credito dell'emissione (e, per certi versi dell'emittente) è uno dei fattori principali – se non l'unico – che conduce l'investitore (*retail*) all'acquisto <sup>(728)</sup>. Del resto «è un dato notorio che gli investitori non professionali ripongono ampio affidamento sulle valutazioni espresse dalle agenzie, in quanto la funzione principale del *rating* è proprio quella di consentire di ponderare meglio i rischi di credito assunti» <sup>(729)</sup>. Per quanto, infatti, una determinata scelta di investimento possa essere determinata anche da altri fattori (liquidità dell'investimento, propensione al rischio dell'investitore e via dicendo), nel caso di investimenti su titoli di debito di regola è proprio il merito di credito a muovere l'ago della bilancia. Trattandosi di un «prestito» che l'investitore fa a un determinato emittente e che, quantomeno in linea teorica e con riferimento ai titoli più semplici, dovrà essere restituito, unitamente al pagamento di interessi, non stupisce che l'investitore, specie se piccolo, tenga in debita considerazione ogni informazione circa il merito di credito dell'emissione e dell'emittente. Del resto, negando la preminente rilevanza delle valutazioni sul merito di credito in occasione di investimenti in titoli di debito, si opererebbe una eccessiva assimilazione, nell'ambito delle fonti di finanziamento dell'emittente, tra mezzi di terzi e capitale di rischio proprio quando la loro diversa natura pare più chiaramente evidente.

Ciò sembrerebbe sufficiente al fine di trarre da un fatto noto – il fatto che, solitamente, gli investitori fanno affidamento sulle valutazioni delle agenzie di rating, poiché si tratta di informazioni utili ai fini dell'assunzione di una scelta di investimento – il fatto ignoto consistente nell'affidamento concretamente riposto da quell'investitore su quel determinato rating in relazione a una certa operazione di investimento, a condizione, tuttavia, che tale massima di esperienza sia corroborata da altre circostanze fattuali indicative del particolare affidamento che l'investitore in questione avrebbe riposto nel

---

desumersi che la prova del nesso di causalità sia *in re ipsa*. Non soltanto il legislatore europeo ha cercato di disincentivare l'affidamento automatico ai giudizi di rating, ma è altresì fatto notorio che spesso gli investitori non sono a conoscenza di tutte le informazioni disponibili, giudizi di rating inclusi, sugli investimenti effettuati.

<sup>(727)</sup> Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 911 s. (s.m.), e in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Catania, 5 maggio 2006, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 908, e in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Sui doveri di informazione dell'intermediario in caso di titoli privi di rating, cfr. specialmente Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 911 (s.m.), e in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Mantova, 5 aprile 2005, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Biella, 12 luglio 2005, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Cuneo, 25 novembre 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). In argomento si vedano G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 171; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., 679; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 636 s. Mentre sulla mancata informazione da parte dell'intermediario in caso di *downgrade* del rating cfr. Trib. Ancona, 20 febbraio 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Ritiene che sia possibile agevolare la prova del nesso causale sulla base della «normale incidenza del *rating* sulle scelte di investimento degli operatori di mercato», anche M. MAUGERI, *Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra "tentazioni" pubblicitarie ed enforcement privatistico*, cit., 269.

<sup>(728)</sup> Al riguardo, anche per i riferimenti, si veda *supra*, capitolo 1, § 2., nota 41.

<sup>(729)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 318; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 639. Al riguardo si veda anche l'intervento di Standard & Poor's nelle Commissioni riunite, 6° (Finanze e Tesoro) e 10° (Industria, commercio e turismo) del Senato della Repubblica e VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera dei deputati, 7° seduta di martedì, 3 febbraio 2004, 30 s., disponibile su <http://www.senato.it>.

giudizio di rating, quali, ad esempio, la sua (ridotta) propensione al rischio, la caratteristica non speculativa del titolo di debito acquistato e la sostanziale natura di «prestito» dell'investimento, le scelte di investimento già effettuate dall'investitore, la sua qualifica e professionalità, la composizione (avversa al rischio di credito) del suo portafoglio, e via dicendo <sup>(730)</sup>. Del resto, sono proprio tali circostanze a consentire di ritenere sussistenti gli indizi gravi, precisi e concordanti richiesti per il raggiungimento della prova presuntiva in ordine alla sussistenza del nesso di causalità tra giudizio di rating e danno patito dall'investitore.

Si rammenta, inoltre, che non basta la mera insolvenza dell'emittente nonostante l'emissione di un giudizio di rating positivo a giustificare la considerazione che può assumersi «come “normale, corrispondente a regolarità causale”» che l'investitore non avrebbe effettuato l'investimento, se non vi fosse stata l'erronea valutazione sulla solvibilità dell'emittente», tanto da «fondare una presunzione semplice di causalità efficiente e [...] ipotizzare la sussistenza di un nesso causale “tipizzato” tra il fatto doloso o colposo dell'agenzia e il pregiudizio subito dal terzo» <sup>(731)</sup>. Senza ulteriori elementi che corroborino la validità di tale conclusione, non può infatti ritenersi che il nesso di causalità sia *in re ipsa* per la sola discrepanza tra giudizio di rating e stato di insolvenza dell'emittente, rovesciando così l'onere della prova in capo all'agenzia di rating, alla quale spetterebbe di dimostrare che il giudizio di rating non ha influenzato la scelta di investimento effettuata <sup>(732)</sup>. Dalla discrepanza tra giudizio di rating e reale «stato di salute» della società potrebbe,

---

<sup>(730)</sup> Al riguardo, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 819, osserva che l'accertamento in ordine alla sussistenza del nesso di causalità dovrebbe tenere conto del tipo di investitore che effettua la scelta di investimento e, in particolare, della composizione del suo portafoglio di investimento, della sua eventuale qualifica professionale e via dicendo. Si tratta, senza dubbio, di fattori importanti ai fini dell'accertamento del legame eziologico, a patto che, come qui si suggerisce, essi siano inquadrati correttamente nell'ambito della teoria della prova. Non può, infatti, farsi a meno di notare che le circostanze appena menzionate sembrano assumere rilievo nell'ambito del raggiungimento della prova presuntiva del nesso causale, dato che non si tratta di fattori che costituiscono di per sé singoli elementi che compongono il legame eziologico tra condotta dell'agenzia di rating e danno patito dall'investitore, ma di indizi che, al più, possono far desumere che un tale legame nei fatti possa ritenersi integrato.

<sup>(731)</sup> G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335 s.; ID., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., 189 s. In senso parzialmente contrario si veda anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 816, secondo la quale tale impostazione sarebbe in parte condivisibile qualora il giudizio di rating sia stato emesso da un'agenzia registrata, proprio perché senza il rating il titolo non avrebbe avuto accesso al mercato. Tale interpretazione non sembra tuttavia giustificata, poiché confonde il piano dell'affidamento e della sua prova per presunzioni con altre possibili forme di manifestazione del nesso eziologico, come sarebbe quella rappresentata dal fatto che è proprio il giudizio di rating errato ad avere consentito l'accesso di strumenti finanziari altrimenti *unmarketable* sul mercato. Tale particolare tipo di nesso eziologico non è, peraltro, di così semplice verifica, considerato che non sempre il giudizio di rating è legislativamente previsto ai fini della ammissione alle negoziazioni sui mercati (anzi, in Italia, esso è espressamente richiesto solo per i prodotti finanziari derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione ai sensi dell'art. 2, comma 4, della l. n. 130/1999 e, più precisamente, secondo il Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., per l'ammissione a quotazione delle *asset backed securities*) e che comunque il fatto che il giudizio di rating nei fatti consenta l'accesso al mercato di un determinato strumento finanziario non è in alcun modo legato allo status di agenzia «registrata» eventualmente rivestito da quest'ultima.

<sup>(732)</sup> L'opinione qui criticata è invece sostenuta da G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 336. Sarebbe trarre dall'eventualità dell'insolvenza dell'emittente nonostante il giudizio di rating positivo la prova del fatto che l'erronea valutazione, secondo i canoni della regolarità causale, avrebbe influito sulla scelta di investimento, anche L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 207.



infatti, al più desumersi che l'agenzia ha svolto negligenzemente il proprio incarico <sup>(733)</sup>; nulla indica, invece, che l'investitore si sia in concreto affidato al rating.

Nel caso in cui non fosse possibile provare l'affidamento dell'investitore nemmeno tramite il ricorso a presunzioni del tipo di quelle sopra ricordate, sembrerebbe precluso il ricorso al rimedio previsto dall'art. 35-*bis*. Tuttavia, in occasione di una auspicabile riforma in senso chiarificatore del testo dell'art. 35-*bis* ovvero nell'ambito di un'azione volta a ottenere il risarcimento del danno ai sensi dell'art. 2043 c.c., ben si potrebbe prospettare l'eventualità che l'investitore sostenga in giudizio che il nesso di causalità tra giudizio di rating e danno sia rappresentato non tanto (o non solo) dall'affidamento, quanto piuttosto dall'alterazione dei prezzi di mercato determinata dal rating inesatto.

È evidente che, ai fini del raggiungimento di una tale prova, ampio spazio è lasciato allo strumento della consulenza tecnica e all'utilizzo, in tale sede, di tecniche econometriche e statistiche in grado di mostrare se storicamente alla diffusione o revisione di una data informazione è seguita una variazione statisticamente significativa, in aumento o in diminuzione, del prezzo del titolo. Non paiono esservi, infatti, molte alternative alla consulenza tecnica nel momento in cui si tratti di accertare se il giudizio di rating ha in concreto avuto un impatto statisticamente significativo sul prezzo del titolo, sia al momento della sua emissione che al momento della sua revisione, o di accertare se il mercato già avesse incorporato nel prezzo del titolo la notizia dell'inesattezza del giudizio di rating ben prima di una sua formale e pubblica revisione da parte dell'agenzia, o comunque di verificare la *materiality* e significatività del giudizio di rating ai fini dell'assunzione della decisione di investimento o disinvestimento <sup>(734)</sup>. Particolare importanza rivestono, in quest'ambito, i c.d. *event studies*, propri degli studi di econometria e statistica, sui quali si è già soffermati, che, pur con alcuni limiti, costituiscono un utile strumento per verificare se effettivamente il rating inesatto è stato valutato dal mercato quale informazione rilevante e attendibile e se effettivamente la sua emissione ha prodotto

---

<sup>(733)</sup> Pare corretta, pertanto, l'opinione di P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 131, il quale precisa al riguardo che «la presenza di un voto di rating positivo a fronte del *default* dell'emittente potrebbe costituire il fatto noto da cui, mediante un ragionamento presuntivo, dedurre il fatto ignoto, ossia la sussistenza di inadempienze qualificate a carico del debitore», e al contempo chiarisce, analogamente a quanto qui si sostiene, che «da sola circostanza che il rating emesso non rispecchi la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente-debitore non potrebbe costituire indice di una colpa *in re ipsa* dell'agenzia» (*ivi*, 161). La critica sollevata nel testo potrebbe essere mossa anche all'opinione espressa da M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 652, il quale ritiene che «l'evento lesivo risulti causalmente imputabile all'agenzia di rating qualora la stessa non abbia fornito esatte informazioni o abbia ommesso di modificare precedenti giudizi non attenendosi, nello svolgimento della propria attività, al rispetto degli standards valutativi esistenti all'interno del proprio specifico settore di riferimento», posto che in tale situazione «non rileva la circostanza che il risparmiatore avrebbe comunque effettuato l'operazione, oppure che lo stesso – insensibile a qualunque tipologia di informazione – si sarebbe effettivamente determinato e/o astenuto dall'investimento per altri motivi». L'opinione appena richiamata sembra, infatti, confondere il piano della prova dell'inadempimento/negligenza dell'agenzia di rating con la prova del nesso di causalità tra giudizio di rating inesatto e danno. È evidente, infatti, che dalla semplice prova che l'agenzia di rating non ha svolto diligentemente il proprio compito, poiché non attenutasi alle regole proprie del settore professionale di riferimento, non può desumersi automaticamente la prova della sussistenza del nesso eziologico, come invece si vorrebbe. È ben possibile, ad esempio, che il giudizio di rating non abbia influenzato in alcun modo le scelte dell'investitore, che quest'ultimo non ne fosse nemmeno venuto a conoscenza e che il giudizio inesatto non abbia avuto alcun impatto né sui prezzi di mercato del titolo né sulla possibilità di offrire il titolo sul mercato.

<sup>(734)</sup> Sottolinea l'importanza degli esperti ai fini del raggiungimento della prova in questi ambiti anche M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 852.

un'alterazione dei prezzi di mercato <sup>(735)</sup>. Tuttavia, non sempre si riesce a osservare in concreto, attraverso un'indagine empirico-matematica, un'alterazione dei prezzi univocamente dovuta al rating, sia perché altri eventi potrebbero averla determinata e non si riesce a stabilire quale ne sia la causa, sia perché il mutamento del prezzo potrebbe non essere avvenuto nell'intervallo di tempo nel quale il rating è stato diffuso o revisionato, ma in un altro momento non facilmente identificabile. Nel primo caso, occorrerebbe comunque determinare se il rating abbia contribuito o meno, eventualmente anche in concorso con altri fattori, all'alterazione di prezzo; nel secondo, invece, bisognerebbe fornire la prova delle ragioni per le quali non si è in concreto assistito a un incremento del prezzo del titolo – poiché ad esempio il rating confermava le aspettative del mercato sul merito di credito poi però bruscamente smentite – ovvero, eventualmente, delle ragioni per le quali non si è assistito a una diminuzione del prezzo del titolo in occasione della revisione del rating (poiché ad esempio, alla luce degli accertamenti effettuati, anche in sede di consulenza tecnica, si è assistito a una progressiva presa di coscienza da parte del mercato della inesattezza del rating e, pertanto, a una progressiva diminuzione del prezzo del titolo).

In tali situazioni di incertezza, può dunque chiedersi quale spazio vi sia per l'operatività della prova per presunzioni in relazione al nesso tra emissione del giudizio di rating e distorsione del prezzo di mercato del titolo. In altre parole, si tratta di verificare se, attraverso la prova presuntiva, possa ritenersi che il giudizio di rating abbia artificialmente innalzato o depresso il prezzo degli strumenti finanziari in questione, cagionando un danno all'investitore che abbia acquistato a un prezzo troppo alto (o venduto a un prezzo troppo basso) rispetto al valore reale o che comunque abbia sopportato le conseguenze del deterioramento della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società derivante anche da un giudizio di rating errato <sup>(736)</sup>.

---

<sup>(735)</sup> *Ex multis*, si veda F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 470, dove si precisa che gli *event studies* sono un utile strumento sia al fine di determinare se l'informazione può essere considerata significativa (*material*), sia per risolvere questioni attinenti alla sussistenza del nesso di causalità e alla sussistenza e quantificazione del danno. Più di recente, sulla perdurante utilità degli *event studies* al fine di determinare se vi sia stata una distorsione di prezzo, si vedano L.A. BEBCHUK – A. FERRELL, *Rethinking Basic*, cit., 29 ss. (del documento disponibile su <http://www.ssrn.com>); i quali ricordano che agli *event studies* condotti prendendo a riferimento il momento in cui viene diffusa l'informazione inesatta, che potrebbero non rilevare la distorsione di prezzo presente qualora l'informazione diffusa la mercato abbia l'effetto di confermare le aspettative del mercato e quindi di evitare una diminuzione di prezzo che altrimenti vi sarebbe stata, si potrebbero affiancare *event studies* condotti prendendo a riferimento il momento temporale in cui avviene la rivelazione al mercato dell'inesattezza dell'informazione, e ulteriori strumenti analitici quali il *forward-casting*, metodo utilizzato nel campo della finanza e della contabilità al fine di valutare la differenza tra quanto il mercato sarebbe stato «sorpreso» dalla diffusione della notizia esatta e la variazione dei prezzi effettivamente intervenuta, che ha riguardo sia alle variazioni di prezzo dei titoli della medesima società in caso di precedenti pubblicazioni di informazioni del medesimo tipo, sia alle variazioni di prezzo dei titoli di società operanti nel medesimo settore di riferimento in occasione della comunicazione al mercato di notizie analoghe.

<sup>(736)</sup> In senso positivo, sia pur con riferimento in generale alla diffusione di informazioni inesatte, si veda, ad esempio, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 223 ss., la quale, pur non arrivando a mettere completamente in discussione l'opportunità di mantenere il requisito dell'affidamento dell'investitore sull'informazione inesatta diffusa al mercato, dopo aver osservato che i prezzi di mercato incorporano tutte le informazioni disponibili in quel momento, propone l'utilizzo di una presunzione relativa basata sull'incidenza dell'informazione rispetto ai prezzi. L'Autrice precisa, infatti, che «l'attore non dovrà dimostrare di aver prestato affidamento su una particolare dichiarazione falsa o ingannevole o imprecisa, non dovrà dimostrare cioè di averla letta e tenuta in considerazione nella decisione circa l'investimento o il disinvestimento, o di conoscerla. La prova del nesso di causalità può desumersi automaticamente dal prezzo di mercato degli strumenti finanziari rilevanti: è il mercato che dimostra se la

Punto di partenza di un'indagine in tal senso parrebbe dover essere la constatazione che, di regola, l'emissione e la revisione dei giudizi di rating sono in grado di incidere sulla formazione dei prezzi sul mercato <sup>(737)</sup>.

Ciò deriva dalla «materiality» (*i.e.* significatività) del tipo di informazione diffusa al mercato. Di norma le informazioni fornite al mercato sono considerate importanti ai fini dell'assunzione delle scelte di investimento quando, se attendibili, esse siano in grado di influenzare le aspettative degli investitori sui ritorni economici associati all'investimento <sup>(738)</sup>. I rating rientrano senz'altro nell'ambito delle informazioni che solitamente presentano un elevato livello di *materiality* così descritto. Come si è detto più volte, infatti, i giudizi di rating sono una informazione decisiva ai fini dell'assunzione di una scelta di investimento e sebbene ciò non accada sempre – e dunque non sempre siano *material* in senso strettamente economico <sup>(739)</sup> – possono condizionare le aspettative sui ritorni economici associati all'investimento e, pertanto, avere un impatto sui prezzi dei titoli.

Ciò non è, del resto, così inverosimile. Il rating è sovente considerato una «nuova» informazione a disposizione del mercato e l'analisi empirica ha più volte dimostrato l'impatto che le valutazioni sul merito di credito sono in grado di determinare sui prezzi dei titoli. È noto, ad esempio, il problema conosciuto con il nome di «profezia autoavverante» (*self-fulfilling prophecy*) che caratterizza le valutazioni sul merito di credito. Esso consiste nella possibilità che un *downgrade* del voto di rating già pubblicato determini una spirale negativa a danno dell'emittente e, quindi, ad esempio, un aumento del tasso di interesse passivo, la

---

diffusione di certe informazioni ha avuto un riflesso sul prezzo degli strumenti finanziari di volta in volta interessati; è attraverso il mercato che può valutarsi se sussista una materiale influenza da parte delle informazioni inesatte o dal loro mancato aggiornamento» (*ivi*, 225).

<sup>(737)</sup> In tal senso, ad esempio, C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 770, dove osserva che il giudizio di rating, «sul mercato secondario, si riflette sulla quotazione dei titoli». L'esempio estremo potrebbe essere rappresentato dalle offerte sul mercato primario di prodotti finanziari strutturati, in relazione alle quali il giudizio di rating sarebbe addirittura in grado di determinare il prezzo. Al riguardo si veda A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 133, secondo la quale «[t]he relationship between price and rating for each tranche is very close and consistent across all types of securitizations and considerably stronger than in the case of corporate bonds. Investment bankers are able to sell to investors in the primary market at prices that depend only on ratings» (*enfasi aggiunta*).

<sup>(738)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 852. In argomento J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 534, il quale ritiene che dalla semplice significatività (*materiality*) di un'informazione non possa presumersi la sussistenza del nesso di causalità, posto che risulterebbe comunque necessaria la prova dell'effetto negativo sui prezzi dell'informazione inesatta (o dell'omissione di un'informazione dovuta) e contemporaneamente avverte dell'intrinseca pericolosità dell'utilizzo del concetto di *materiality*, posto che sovente economisti e giuristi tendono ad attribuire a tale termine significati in parte diversi. In particolare, se per un economista, *material* è sempre l'informazione in grado di incidere sui prezzi di mercato, le corti e i giuristi tendono a ricomprendere all'interno della medesima definizione anche le informazioni che, pur non avendo un impatto sul prezzo del titolo, sarebbero comunque prese in considerazione da un investitore ragionevole nell'assunzione delle proprie scelte di investimento (*ivi*, 541). Sul punto si veda anche *infra*, la nota successiva. In realtà, tuttavia, ai nostri fini la *materiality* potrebbe essere rilevante non tanto come indice di un impatto sui prezzi da parte del rating quanto piuttosto come indizio volto a raggiungere l'eventuale prova presuntiva dell'affidamento da parte dell'investitore.

<sup>(739)</sup> Una definizione di *materiality* è fornita, ad esempio, da F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 469, i quali precisano che una «[m]aterial information is that information that causes a stock price to move in a way that was not likely due to chance». La *materiality* in senso strettamente economico valorizza, dunque, la capacità dell'informazione di modificare i prezzi. Tuttavia, la *materiality* in senso giuridico può ben avere una connotazione più ampia. Si veda ad esempio la definizione fornita nella decisione del caso *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2<sup>nd</sup> Cir. 1965), secondo la quale il «basic test of “materiality” [...] is whether a “reasonable man would attach importance (to the fact misrepresented) in determining his choice of action in the transaction in question”».

diminuzione del prezzo del titolo, la difficoltà per la società di reperire capitali sul mercato o di ottenere altre forme di finanziamento, anche attraverso il credito bancario, tanto da far degenerare ulteriormente la situazione finanziaria di quest'ultima innescando una reazione a catena <sup>(740)</sup>. Il problema della profezia autoavverante, che, in passato, ha spinto le agenzie di rating a non revisionare i giudizi di rating emessi allo scopo di evitare di peggiorare la situazione finanziaria della società confidando nel fatto che quest'ultima potesse stabilizzarsi e il merito creditizio migliorare <sup>(741)</sup>, rende quindi molto bene l'idea del possibile impatto che il giudizio di rating può avere sul prezzo dello strumento finanziario considerato. Si pensi, ad esempio, a una revisione in senso peggiorativo del rating che declassi il giudizio in precedenza emesso da *investment grade* a *speculative grade*. È di tutta evidenza che la diffusione di un *downgrade* quale quello descritto potrebbe non soltanto determinare un peggioramento della situazione finanziaria dell'emittente nel senso sopra detto, ma potrebbe verosimilmente influenzare negativamente le aspettative sui ritorni economici dell'investimento e, in questo modo, incidere sulle scelte di investimento degli investitori, istituzionali e non, inducendoli, in ipotesi, a vendere il titolo. Un *downgrade*, del resto, non significa altro se non che la capacità dell'emittente di onorare i propri impegni nei confronti degli investitori, in termini di restituzione del capitale e pagamento degli interessi, è diminuita rispetto al passato, e tale ridotta capacità viene di norma riflessa nei prezzi.

Altro elemento importante al fine di raggiungere la prova in discorso potrebbe essere rappresentato dal fatto che, nel caso concreto, il rating inesatto è stato ritenuto corretto o comunque attendibile da altri partecipanti al mercato, specie se professionali <sup>(742)</sup>. È noto, infatti, che l'eventualità che un'informazione sia riflessa nei prezzi degli strumenti finanziari dipende, in buona misura, dall'attendibilità e dalla credibilità dell'informazione in questione agli occhi degli operatori professionali e, più precisamente, dalla circostanza che questi decidano di tenerla o meno in considerazione nell'assunzione delle proprie scelte di investimento, guidando in questo modo al rialzo o al ribasso il valore di mercato del titolo.

---

<sup>(740)</sup> In argomento si vedano, ad esempio, G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 73; L. PICARDI, *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, cit., 751; A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 185.

<sup>(741)</sup> J.R. MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, in 89 *Cornell L. Rev.* 394, 2004, 406; J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, cit., 35 e 286; G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 73; L. PICARDI, *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, cit., 751.

<sup>(742)</sup> M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 852, fa riferimento alla prova necessaria «to establish that the misstatement was in fact believed by the participants in the market whose actions set prices. One indication of the extent to which it was believed would be the reactions of analysts of financial media at the time the misstatement was made». Al riguardo, si ricorda anche l'opinione di F. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on the Market Meets Behavioral finance*, cit., 516 ss., secondo i quali, in presenza di inefficienze di mercato e, in particolare, di bolle speculative, sarebbe particolarmente difficoltoso determinare se la diffusione di un'informazione inesatta ha effettivamente avuto un impatto sul valore dell'investimento effettuato mediante la tecnica dell'*event study*, posto che alla diffusione di una informazione *material* potrebbe non corrispondere alcuna alterazione dei prezzi, la quale potrebbe, invece, seguire alla diffusione di un'informazione *immaterial*. Gli Autori suggeriscono, tuttavia, un ulteriore fattore al quale sarebbe possibile fare riferimento onde verificare se l'informazione abbia avuto un impatto significativo sul prezzo del titolo: si tratterebbe della possibilità di *short selling* (vendita allo scoperto) ovvero, nel caso in cui questa non fosse permessa, della diffusione dell'azionariato tra investitori istituzionali. Secondo l'opinione richiamata, infatti «declines in breadth of ownership among institutional investors may serve as indicators of potential price inflation», in ragione del fatto che «[u]nable to sell short, the best that the less-optimistic investors can do is to get (or stay) out of the market for the stock. As a result, prices reflect the information held by the more optimistic investors who remain in the market and thus they are likely to be higher than they would have been had they reflected all available information» (*ivi*, rispettivamente, 520 e 519).

Sempre a tale riguardo, tra l'altro, potrebbe essere rilevante verificare anche se il giudizio di rating o la sua revisione incontrino o smentiscano significativamente le aspettative del mercato, proprio perché in tale eventualità è decisamente più verosimile un impatto del rating sul prezzo del titolo.

Alla luce di quanto detto finora, dunque, pur dovendosi in questo ambito riconoscere un ruolo fondamentale agli accertamenti tecnici che il giudice dovesse disporre, anche per quanto riguarda il legame eziologico rappresentato da un'alterazione del prezzo a danno dell'investitore da parte del giudizio di rating errato pare potersi fare utilmente ricorso alla prova presuntiva, in ragione del fatto che di regola i giudizi di rating determinano variazioni in aumento e in diminuzione dei prezzi degli strumenti finanziari, specialmente laddove siano ritenuti attendibili da operatori professionali e indichino una deviazione rispetto alle aspettative del mercato.

In conclusione dunque il ricorso alla prova per presunzioni ai sensi degli artt. 2727 e 2729 c.c. con riferimento alla prova del nesso eziologico tra giudizio di rating e danno per l'investitore pare non soltanto ammissibile, ma talvolta addirittura necessario <sup>(743)</sup>. Tale approdo, tuttavia, non deve sviare l'attenzione dalla necessità di porre estrema cautela nella determinazione di quali possono essere le presunzioni «gravi, precise e concordanti» dalle quali far discendere la prova del nesso di causalità, posto che la prova per presunzioni pur sempre costituisce prova idonea a soddisfare l'onere probatorio posto dall'art. 2697 c.c. in capo alle parti in giudizio e non deve in nessun caso tradursi in un'arbitraria e ingiustificata inversione dell'onere della prova.

Spetterà comunque pur sempre all'agenzia di rating la prova dell'insussistenza del legame eziologico, la quale, a seconda del tipo di allegazioni di parte attrice, ben potrebbe essere rappresentata dalla circostanza che parte attrice non ha attribuito alcun rilievo al giudizio di rating o non ne era a conoscenza, ovvero dal fatto che essa in realtà sapeva di stare effettuando un investimento su titoli il cui prezzo non era corrispondente al loro valore reale perché, ad esempio, intendeva sfruttare gli effetti positivi di una bolla speculativa o, comunque, credeva che il prezzo già inflazionato sarebbe per il momento continuato a salire ovvero, infine, era convinta che tale operazione di investimento fosse soggetta a fenomeni di *herding*. La prova per presunzioni potrebbe, pertanto, essere rovesciata provando che l'investitore ha acquistato titoli di una società pur sapendo che il loro prezzo era «inflated» <sup>(744)</sup>.

### 7.3. La prova del nesso di causalità nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

La giurisprudenza statunitense, oltre a presumere l'affidamento nei casi in cui l'informazione inesatta sia stata diffusa in un mercato efficiente, secondo i dettami della *fraud-on-the-market theory*, e a presumere l'affidamento dell'investitore in tutti i casi in cui il convenuto aveva l'obbligo di fornire un'informazione, poi omessa, rivelatasi *material* <sup>(745)</sup>, ha introdotto una presunzione di *reliance* operante esclusivamente nell'ambito del mercato primario, avente ad oggetto l'affidamento riposto dall'investitore sul fatto che il mercato e

---

<sup>(743)</sup> In tal senso si segnala anche G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335.

<sup>(744)</sup> Sul comportamento degli investitori in presenza di una bolla speculativa e sui fenomeni di *herding* si veda F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, cit., 494 ss. (spec. 501 ss.)

<sup>(745)</sup> *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 153 s.; 92 S. Ct. 1456, 1472; 31 L. Ed. 2d 741, 761 (1972).

le regole che lo governano sono in grado di impedire l'entrata e lo scambio di titoli non negoziabili <sup>(746)</sup>.

È noto infatti che, ai fini dell'offerta e dell'ammissione alle negoziazioni dei titoli sul mercato, l'emittente deve provvedere, talvolta anche attraverso l'attività di altri soggetti, a fornire dettagliate informazioni su di sé e sugli strumenti finanziari offerti, le quali vengono di regola sottoposte al controllo del revisore, dell'autorità di vigilanza e, se del caso, della competente autorità di borsa. Ebbene, è possibile che nonostante questi controlli le competenti autorità non siano in grado di rilevare la falsità delle informazioni diffuse dall'emittente al fine di accedere al mercato e che, pertanto, raggiungano il mercato dei capitali anche strumenti finanziari che non avrebbero le caratteristiche richieste o necessarie <sup>(747)</sup>. È a tale situazione che si riferisce la *fraud-created-the-market theory* formulata da parte della giurisprudenza statunitense: se il titolo, altrimenti non negoziabile, ha raggiunto il mercato grazie a una «frode», può presumersi la *reliance* dell'investitore ai fini dell'azione promossa ai sensi della *Rule 10b-5*, posto che l'investitore farebbe comunque affidamento sull'esistenza e sul rispetto delle condizioni necessarie per l'offerta al pubblico del titolo medesimo <sup>(748)</sup>.

Successivamente, la giurisprudenza statunitense ha specificato le condizioni per l'operatività di tale presunzione <sup>(749)</sup>, precisando che essa sarebbe ammissibile non soltanto quando il titolo non presenta le condizioni imposte dalla legge per la vendita sul mercato (*legal unmarketability*), ma anche quando il titolo non sia intrinsecamente negoziabile per via delle sue caratteristiche economiche (*economic unmarketability*) <sup>(750)</sup>. L'investitore dovrà,

---

<sup>(746)</sup> M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 281, ricordano che «[t]o obtain a presumption of reliance in the context of newly issued securities, plaintiffs devised the fraud-created-the-market theory, which assumes investors relied upon the market itself to prevent the entry of "unmarketable" securities».

<sup>(747)</sup> M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 281 s.

<sup>(748)</sup> Il caso dal quale ha avuto origine la *fraud-created-the-market theory*, antecedente rispetto al già ricordato *Basic v. Levinson*, è *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462. (5<sup>th</sup> Cir. 1981), dove la Corte osserva, tra l'altro, che «[t]he securities laws allow an investor to rely on the integrity of the market to the extent that the securities it offers him for purchase are entitled to be in the marketplace» (*ivi*, 471).

<sup>(749)</sup> Al riguardo cfr., ad esempio, *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151, 1159 (6<sup>th</sup> Cir. 1994); e *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 199 s. (6<sup>th</sup> Cir. 1990). Parte della giurisprudenza statunitense ritiene, tuttavia, che la *fraud-created-the-market theory* non sia ammissibile e che pertanto non potrebbe presumersi alcun affidamento da parte dell'investitore sull'esistenza delle condizioni legali ed economiche per la negoziabilità di uno strumento finanziario. Sul punto si veda ad esempio la decisione resa nel caso *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743 (3<sup>rd</sup> Cir. 2010).

<sup>(750)</sup> Al riguardo si veda ad esempio M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 283, i quali ricordano che «[t]he Federal courts have recognized that misrepresentations or omissions that affect either the economic or legal marketability of a security can be facts that satisfy this degree of materiality». In particolare, la corte d'appello federale per il *Tenth Circuit* ha, ad esempio, riconosciuto l'operatività della presunzione in parola anche nei casi in cui il titolo non rispettasse le prescrizioni legali in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari (cfr. ad esempio *T.J. Raney & Sons, Inc. v. Fort Cobb, Oklahoma Irrigation Fuel Authority*, 717 F.2d 1330, 1333 (10<sup>th</sup> Cir. 1983), caso in cui la società emittente non era stata validamente costituita nella forma del *public trust* e pertanto non avrebbe potuto per legge né emettere né collocare titoli di debito), mentre secondo altra parte della giurisprudenza statunitense la *fraud-created-the-market theory* avrebbe fondamento qualora venisse in discussione la *economic marketability* del titolo (cfr. al riguardo *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1130 s. (7<sup>th</sup> Cir. 1993)). Il *Ninth Circuit*, invece, ha fatto derivare la presunzione di *reliance* dall'affidamento riposto dall'investitore sulla integrità e regolarità del procedimento di offerta (cfr. *Arthur Young & Co. v. District Court*, 549 F.2d 686, 695 (9<sup>th</sup> Cir. 1977)). Per completezza si ricorda anche la *concurring opinion* del giudice Tjoflat nel caso *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723, 735 s. (11<sup>th</sup> Cir. 1989), che introduce il concetto di «factual unmarketability», in base al quale occorre chiedersi «whether, in the absence of fraud, the bonds would have been issued *given the actual price and interest*

quindi, dimostrare che il titolo non poteva essere offerto sul mercato poiché l'offerta, per oggetto e/o modalità, non rispettava le prescrizioni legislative in materia, ovvero poiché il titolo era intrinsecamente privo di valore (*patently worthless*)<sup>(751)</sup>: non si tratterà di una prova facile da fornire, specie in quest'ultimo caso, posto che ogni titolo potrebbe essere in linea teorica venduto a un prezzo, per quanto basso, e dietro il pagamento di un interesse<sup>(752)</sup>.

Si comprende, dunque, poiché, in relazione all'offerta al pubblico di prodotti finanziari strutturati, si possa immaginare di applicare la *fraud-created-the-market theory* alla responsabilità delle agenzie di rating<sup>(753)</sup>. Come si ricordava in precedenza<sup>(754)</sup>, infatti, l'attività di valutazione del merito di credito di un'emissione avente ad oggetto prodotti finanziari strutturati è stata ed è tutt'ora di fondamentale importanza al fine di procedere alla loro vendita sul mercato<sup>(755)</sup>. Trattandosi di prodotti finanziari di notevole – e talvolta estrema – complessità, i giudizi di rating rivestono un ruolo di cruciale importanza poiché, senza di essi, la «qualità» e la «rischiosità» dell'investimento proposto rischiano di essere difficilmente intelligibili<sup>(756)</sup>. D'altronde è dato pacifico, oramai, che le operazioni di cartolarizzazione dei crediti possano essere considerate *rating-driven*<sup>(757)</sup>. Da un lato, la

---

*rate at which they were issued*. Le tre definizioni di *unmarketability* sono ricordate anche in *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743, 748 (3<sup>rd</sup> Cir. 2010).

<sup>(751)</sup> Nei casi *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155, 1164 (10<sup>th</sup> Cir. 2000), e *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723, 731, (11<sup>th</sup> Cir. 1989), la giurisprudenza ha ritenuto che il titolo può essere considerato privo di valore quando non potrebbe essere venduto ad alcun prezzo ovvero la frode abbia riguardo proprio all'esistenza stessa del titolo, poiché, ad esempio, è la stessa società emittente ad essere una «frode» o comunque «priva di valore», pur emettendo titoli dal valore non del tutto nullo. Tuttavia, la giurisprudenza statunitense non ha adottato una definizione univoca di *patently worthless*. Nel caso *Abell v. Potomac Insurance Co.*, 858 F.2d 1104, 1121 s. (5<sup>th</sup> Cir. 1988), infatti, la Corte ha ritenuto che la presunzione di affidamento possa operare anche nel caso in cui il valore del sottostante non sia pari a zero, in ragione del fatto che è ben possibile che la società emittente, pur avendo dei beni, sia priva di un reale valore economico poiché costituita al solo fine di perpetrare una frode a danno degli investitori. In questo senso «securities meet the test of “not entitled to be marketed” only when the promoters knew the enterprise itself was patently worthless».

<sup>(752)</sup> M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 283, precisano, tra l'altro, che «[t]he presumption premised on economic unmarketability may be rebutted by showing the securities in fact had value. Legal unmarketability presumes reliance if defendants' fraud meant the securities had no business by law being on the market. When premised on legal unmarketability, defendants may rebut the theory by showing legal compliance».

<sup>(753)</sup> L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., 468, il quale tuttavia si limita ad accennare al problema in via generale e non con specifico riferimento ai prodotti finanziari strutturati.

<sup>(754)</sup> Si veda *supra*, capitolo 4, § 1.2.

<sup>(755)</sup> *Ex multis*, L. PICARDI, *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, cit., 730; e, diffusamente, A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 113 ss.

<sup>(756)</sup> F. PARTNOY, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, cit., 13, ad esempio, ricorda la maggiore importanza dei giudizi di rating con riferimento all'emissione di prodotti finanziari strutturati «di secondo livello», ossia emessi a seguito della cartolarizzazione di prodotti finanziari strutturati di primo livello, rispetto al rating attribuiti a questi ultimi. L'Autore osserva infatti che, poiché «these instruments are so much more complex than the underlying “first-level” securitizations, they generate a greater need for investigation, and paradoxically are more amenable to overreliance on ratings». In argomento si vedano anche J.P. HUNT, *Credit rating agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: the Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform and a Proposal for Improvement*, cit., 9; S.L. SCHWARCZ, *Disclosure Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, *Duke Law School Legal Studies Research Paper no. 203*, march 2008, 1115, disponibile su <http://www.ssrn.com>; A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 25 s. e 114; L. PICARDI, *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, cit., 733.

<sup>(757)</sup> Si vedano, *ex multis*, G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 88; e F. PARTNOY, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, cit., 21, il quale è molto chiaro al riguardo nell'osservare che «“Second-level” mortgage-backed securitizations, particularly CDOs and SIVs,

complessità degli strumenti finanziari strutturati ha reso la valutazione dell'investimento particolarmente difficile non soltanto per gli investitori *retail* ma anche per investitori professionali, tanto da rendere necessario l'intervento delle agenzie di rating. Dall'altro, ma si tratta dell'altra faccia della stessa medaglia, al fine di rendere più appetibile l'investimento, i soggetti coinvolti nell'operazione di cartolarizzazione dei crediti, dietro consiglio e con l'ausilio delle agenzie di rating, hanno costruito strumenti finanziari in grado di ottenere giudizi di rating particolarmente ottimisti, senza che questi fossero giustificati dalla qualità del sottostante utilizzato. È evidente che, in tali circostanze, «the securities never would have made it to market»<sup>(758)</sup>.

La *fraud-created-the-market theory*, tuttavia, così come la *fraud-on-the-market theory*, non è andata esente da critiche nemmeno nel suo ordinamento d'origine. Alla considerazione che essa sarebbe una teoria non suffragata da alcuno studio empirico o teoria economica<sup>(759)</sup> si è, infatti, aggiunto, più in generale, che la diffusione di informazioni pessimistiche – ad esempio in occasione di una *corrective disclosure* – può al più far diminuire il prezzo del titolo e non può, invece, impedirne l'accesso al mercato, che la presenza di un titolo sul mercato nulla dice circa la bontà dell'investimento proposto, che l'introduzione di una siffatta presunzione sarebbe comunque contraria ai principi di trasparenza e comunicazione al mercato delle informazioni necessarie all'assunzione delle scelte di investimento che informano tutta la disciplina dei mercati finanziari, quasi incentivando un comportamento irresponsabile da parte dell'investitore che trascurerebbe di informarsi<sup>(760)</sup>, e, con specifico riferimento al concetto di *economic unmarketability*, che qualsiasi titolo di debito, inclusi i più rischiosi, può essere venduto «at some combination of price and interest rate» e specialmente che «[b]ecause a bond creates a legal right to repayment in the future, so long as that right is enforceable, a bond can never be completely worthless»<sup>(761)</sup>.

Tuttavia, la critica più pregnante sembrerebbe ancora nascere dall'osservazione che, anche in questo caso, come già si è sottolineato con riferimento alla *fraud-on-the-market theory*, l'affidamento dell'investitore sulla circostanza che, se il titolo è presente sul mercato, esso è necessariamente in possesso dei requisiti legali e delle caratteristiche economiche che

---

explicitly depended on rating agency letter ratings. Without the ability to obtain high ratings for CDOs and SIV tranches, there would have been little appetite for overpriced lower-rated mortgage collateral. Without that appetite, there would have been little pressure leading to the proliferation of sub-prime mortgages, because those mortgages could not have been offloaded through “second-level” securitizations. Without the proliferation of low quality mortgages, there would not have been a dramatic housing market rise and fall, with the attendant ripple effects».

<sup>(758)</sup> L'espressione citata, di M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 295, è utilizzata dagli Autori al fine di precisare che, secondo la *fraud-created-the-market theory*, è possibile presumere l'affidamento dell'investitore ogniqualvolta «the misrepresentation was so material that if it had been known, then the securities never would have made it to market». È facilmente intuibile, dunque, la somiglianza tra il caso in cui senza l'emissione del giudizio di rating i titoli non sarebbero stati sostanzialmente negoziabili, e il caso preso in esame dalla giurisprudenza in materia di *fraud-created-the-market theory*, secondo la quale è possibile presumere l'affidamento dell'investitore sul fatto che i titoli negoziati sul mercato possedano le caratteristiche, economiche e giuridiche, per essere offerti al pubblico. Cfr., inoltre, il punto n. 22, allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009, che, a seguito delle modifiche operate dal Regolamento UE n. 462/2013, prevede oggi un'espressa ipotesi di inadempimento dell'agenzia di rating nel caso in cui essa emetta un rating fornendo altresì servizi di consulenza all'entità valutata o a un terzo collegato circa la struttura societaria o giuridica, l'attivo, il passivo o le attività dei medesimi soggetti. Tale disposizione sancisce, dunque, l'illiceità di comportamenti dell'agenzia, adottati in conflitto di interessi, quali quelli menzionati nel testo.

<sup>(759)</sup> Questa è l'opinione, ad esempio, della corte nel caso *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743, 751 s. (3<sup>rd</sup> Cir. 2010).

<sup>(760)</sup> *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743, 750 ss. (3<sup>rd</sup> Cir. 2010).

<sup>(761)</sup> *Concurring opinion*, Judge Tjoflat, *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723, 736 (11<sup>th</sup> Circ. 1989).



ne consentono la negoziabilità, si risolve, ancora una volta, in una finzione giuridica, strettamente necessaria solamente qualora si rimanga saldi nel ritenere che il nesso eziologico tra condotta e danno debba fare perno sull'affidamento dell'investitore.

Invero, tornando all'argomento che ci occupa, ai fini della sussistenza del nesso di causalità non pare necessario, da un punto di vista puramente logico, ricorrere alla finzione giuridica di postulare l'affidamento riposto dall'investitore sul «filtro all'ingresso del mercato», volto a impedire l'accesso degli strumenti finanziari privi delle dovute caratteristiche. Il nesso eziologico in parola è, infatti, sufficientemente integrato – e in questo sta la vera intuizione della *fraud-created-the-market theory* – dal fatto che senza il rating inesatto il titolo non avrebbe mai raggiunto il mercato. Ogni qualvolta la valutazione dell'agenzia di rating si ponga in una relazione di condizionamento necessario rispetto alla negoziabilità del titolo, non pare, infatti, potersi dubitare della sussistenza del legame causale tra condotta dell'agenzia di rating e danno patito dall'investitore. In altre parole, qualora, come di regola accade in relazione alle operazioni di cartolarizzazione, la vendita del titolo sul mercato non sarebbe stata possibile senza l'intervento dell'agenzia di rating, poiché, ad esempio, questa ha fornito un contributo essenziale alla strutturazione dell'operazione di appello al pubblico risparmio, pare comunque potersi ravvisare il nesso di causalità tra giudizio di rating e danno patito dall'investitore <sup>(762)</sup>, senza che questi debba provare di aver riposto il proprio affidamento nel giudizio di rating o, ancora, nella capacità del mercato di prevenire l'ingresso al suo interno di titoli *unmarketable*.

Nonostante non possa escludersi che il voto di rating si qualifichi come condizione necessaria all'ingresso sul mercato di un titolo *non* strutturato, e che pertanto il nesso di causalità sia così configurato anche in relazione a operazioni diverse dalla cartolarizzazione dei crediti <sup>(763)</sup>, è chiaro che è proprio in relazione a quest'ultimo tipo di operazioni che ci si può attendere un rapporto di condizionamento necessario tra emissione del voto di rating e negoziabilità del titolo. Non soltanto, infatti, è comune esperienza il fatto che senza la valutazione positiva dell'agenzia di rating è praticamente impossibile collocare sul mercato prodotti finanziari strutturati, ma, nel nostro ordinamento, la valutazione dell'agenzia di rating è altresì espressamente richiesta dal legislatore all'art. 2, comma 4, l. n. 130/1999 in tutti i casi in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti al pubblico degli investitori <sup>(764)</sup>. A ciò si aggiunga che l'art. 2.2.32, par. 1, lett. c), del Regolamento dei

---

<sup>(762)</sup> In tal senso poterbbe, dunque, risponderci all'interrogativo sollevato da L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 210, là dove si domanda se l'incidenza del rating sulla formazione del prezzo dei titoli strutturati non possa desumersi dalla circostanza che il successo dell'operazione di collocamento dipende dall'ottenimento di un dato rating. Più precisamente, secondo la ricostruzione interpretativa proposta nel testo, il rapporto di condizionamento necessario tra emissione del giudizio di rating e accesso a un determinato mercato sarebbe sufficiente a integrare il nesso di causalità tra giudizio di rating e danno, senza doversi indagare, in concreto, sull'eventuale influenza del giudizio di rating sul prezzo. Al riguardo, infine, particolarmente interessante è l'osservazione di P. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, cit., 1453, in relazione all'ipotesi che attraverso l'emissione di rating eccessivamente ottimisti l'agenzia di rating possa essere ritenuta responsabile di un danno nei confronti dell'emittente rappresentato dall'eventuale aggravio del suo dissesto finanziario. Egli ritiene, infatti, che «[q]uando l'agenzia di rating consente un accesso al mercato dei capitali che sarebbe avvenuto a termini diversi se il rating fosse stato effettuato correttamente, i soggetti danneggiati sono certamente gli investitori che hanno eventualmente fatto affidamento sul rating e hanno finanziato l'emittente, non quest'ultimo».

<sup>(763)</sup> Del resto, come ricorda A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 7, «[i]n modern financial markets it is almost impossible to initiate public offerings without issues being rated by the leading CRAs».

<sup>(764)</sup> Anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 771, nota 14, ricorda che, in alcuni casi, il giudizio di rating «costituisce condizione necessaria per l'accesso al mercato o

mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. prevede espressamente, tra i requisiti per l'ammissione alla quotazione delle *asset backed securities*, che ciascuna *tranche* sia oggetto di valutazione, in via continuativa, da parte di almeno due agenzie di rating indipendenti e che il rating assegnato da queste ultime sia almeno pari al rating minimo individuato dalle Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., corrispondente alla soglia dell'*investment grade* <sup>(765)</sup>. In relazione ai due casi contemplati dall'art. 2, comma 4, l. n. 130/1999 e dall'art. 2.2.32, par. 1, lett. c), del Regolamento appena citato, è la legge, dunque, a prevedere come necessario l'intervento dell'agenzia di rating ai fini dell'accesso al mercato. Tuttavia, non può negarsi che ciò accada, di regola, con riferimento alla generalità delle emissioni di prodotti finanziari strutturati. Ciò sembrerebbe bastare per ritenere, una volta accertata l'inesattezza del giudizio di rating e la negligenza dell'agenzia, *in re ipsa* la prova del nesso di causalità tra condotta dell'agenzia di rating e danno patito dall'investitore che abbia acquistato un prodotto finanziario strutturato.

Rimane, però, il fatto che l'affidamento sembrerebbe comunque richiesto dall'attuale formulazione dell'art. 35-*bis*. Tuttavia, proprio in relazione ai rating emessi in relazione a prodotti finanziari strutturati, l'effettiva *reliance* dell'investitore sulla valutazione dell'agenzia non sembra così lontana dalla realtà. È verosimile che l'investitore sia venuto a conoscenza del giudizio dell'agenzia e abbia su di esso fatto affidamento, proprio in ragione della maggiore complessità degli strumenti finanziari in parola. Non sarà, dunque, particolarmente ardua la prova dell'affidamento dell'investitore sul giudizio di rating, anche quando questi non abbia acquistato il prodotto finanziario strutturato sul mercato primario e non possa quindi valersi della già richiamata presunzione di affidamento ricollegabile alla pubblicazione del prospetto informativo.

Tuttavia, anche in relazione alla responsabilità delle agenzie di rating in occasione di operazioni di cartolarizzazione dei crediti, è altresì ben possibile che l'investitore non abbia fatto alcun affidamento sul giudizio di rating (o sulla capacità del mercato di prevenire l'ingresso di titoli privi delle necessarie caratteristiche di *marketability*) e addirittura che egli non sia nemmeno venuto a conoscenza del giudizio. Anche in quest'ambito, quindi, fare riferimento alla *reliance* e continuare a richiedere la prova dell'affidamento dell'investitore potrebbe, a seconda dei casi, risultare in un'inutile forzatura per la quale, ancora una volta, si auspica un intervento di riforma. Sembrerebbe preferibile, invece, concentrare la prova del nesso di causalità sul fatto che, senza la condotta negligente dell'agenzia, il titolo «would have never made it to the market». La prova, anche per presunzioni, del fatto che *senza il giudizio di rating inesatto* il titolo non avrebbe avuto accesso al mercato, risulta del resto già sufficiente a giustificare una pretesa risarcitoria ai sensi dell'art. 2043 c.c., qualora non fosse possibile valersi del rimedio previsto dall'art. 35-*bis*.

## 8. Profili problematici in tema di prova del danno da rating.

La consulenza tecnica d'ufficio e la prova per presunzioni potrebbero, infine, svolgere un ruolo di primaria importanza anche con riferimento alla prova del danno e alla sua quantificazione.

---

per il buon esito di un'operazione», facendo al riguardo specifico riferimento alla previsione dettata dall'art. 2, comma 4, l. n. 130/1999.

<sup>(765)</sup> Cfr. Sezione IA.1.1, Tavola 3, par. 3.4., punto 2.00, n. 8, delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

La prova della sussistenza del danno spetta, come più volte ricordato, all'investitore danneggiato. Egli dovrà dunque provare, alternativamente, o che ha acquistato un titolo a un prezzo eccessivo, artatamente innalzato dalla diffusione di un rating e/o di altre informazioni inesatte al mercato, ovvero che ha ceduto uno strumento finanziario a un prezzo inferiore a quello che avrebbe ottenuto sul mercato in presenza di informazioni corrette. Sia in caso di acquisto (o mantenimento) del titolo in questione, sia in caso di sua cessione, l'oggetto della prova del danno si concentrerà nello scostamento tra prezzo pagato e valore effettivo, con tutte le difficoltà di determinazione di quest'ultimo sulle quali ci si è già soffermati (cfr. *supra*, §§ 5. e 5.1.). Posto che il prezzo pagato o ottenuto è, per ovvie ragioni, noto all'investitore, le difficoltà della prova della sussistenza del danno ruoteranno intorno al c.d. «valore effettivo» del titolo al momento in cui è compiuta l'operazione.

Qualora, come spesso è accaduto, si assista al *default* dell'emittente, la prova del valore residuo del titolo sarà facilmente data: esso sarà sostanzialmente pari a zero o al diverso valore, inferiore al prezzo di acquisto, che l'investitore sarà riuscito a recuperare ad esito della procedura fallimentare in questione. Diversamente, la prova potrà essere data, ad esempio, mostrando una decisa diminuzione dei prezzi a seguito della *corrective disclosure* dell'inesattezza del giudizio di rating, ovvero mostrando una diminuzione dei prezzi ricollegabile alla scoperta da parte del mercato dell'inesattezza della valutazione sul merito di credito precedentemente rilasciata.

Spetterà, viceversa, all'agenzia di rating, in conformità a quanto prevede la regola generale di riparto dell'onere probatorio di cui all'art. 2697 c.c., la prova dell'insussistenza del danno o della diversa consistenza del medesimo, la quale potrà essere data, ad esempio, dal fatto che lo scostamento tra prezzo pagato o ottenuto o valore reale in realtà è dovuto (in tutto o in parte) a fattori di mercato, al generale andamento del mercato, dell'industria o del settore di appartenenza dell'emittente, ad altre circostanze specifiche all'emittente o alla sua attività, diverse dal deterioramento del merito di credito dell'emittente o dell'emissione in questione, e via dicendo. È ragionevole ipotizzare che parte delle informazioni necessarie a soddisfare tale onere probatorio siano già nella disponibilità dell'agenzia di rating, in ragione dell'elevato numero di informazioni e documenti che solitamente gli emittenti forniscono all'agenzia di rating al fine di supportare l'emissione dei giudizi.

Ciò nonostante tali documenti, che nel caso di rating *unsolicited* l'agenzia non avrebbe comunque a disposizione, potrebbero non essere sufficienti a soddisfare l'onere di fornire la controprova circa la sussistenza del danno e si ripresenterebbero per l'agenzia di rating problemi di prova di natura analoga a quelli che potrebbero affrontare gli investitori nel dimostrare che il valore effettivo del titolo compravenduto era in realtà diverso dal prezzo pagato o ottenuto.

La prova per presunzioni – che faccia riferimento, ad esempio, alla tempestiva variazione di prezzo avvenuta a breve distanza dalla *corrective disclosure*, all'assenza o all'esistenza di variazioni di prezzo osservate per emittenti operanti nel medesimo settore o nella medesima industria di riferimento e all'esistenza di altre circostanze che potrebbero spiegare tale scostamento – si mostra dunque un utile strumento a disposizione sia dell'investitore che dell'agenzia di rating ai fini del soddisfacimento del rispettivo onere probatorio. Tuttavia, ancora una volta, ruolo decisivo nella determinazione del danno e del suo ammontare assumerà la consulenza tecnica d'ufficio, posto che l'esperto nominato dal giudice è in grado di fornire un contributo notevole alla identificazione degli eventi esterni – i già ricordati fattori di mercato, dell'industria o del settore di riferimento dell'emittente o

relativi all'emittente stesso – che potrebbero aver (in parte) determinato lo scostamento tra prezzo del titolo e valore effettivo e del loro impatto sul medesimo, alleggerendo, in questo modo, specialmente l'onere probatorio gravante sull'agenzia di rating.

### Sezione III – Profili processuali.

#### **9. Applicabilità dell'art. 2055 c.c.: il contributo delle agenzie di rating alla realizzazione di illeciti plurisoggettivi. Casi residuali di concorso nella produzione di un fatto dannoso attribuibile a un *primary violator*.**

Sgombrato il campo dai casi più semplici, in cui è di tutta evidenza la sussistenza di una *responsabilità esclusiva propria* delle agenzie di rating per l'emissione di giudizi errati <sup>(766)</sup>, ed esaminato il regime di responsabilità applicabile in generale, a prescindere dalla loro eventuale struttura plurisoggettiva, agli illeciti da queste commessi nei confronti degli investitori, occorre ora analizzare, anche da un punto di vista processuale, le ipotesi in cui il danno arrecato all'investitore sia imputabile a più persone, e quindi, debba applicarsi la regola della solidarietà risarcitoria, distinguendole dalle ipotesi in cui l'art. 2055 c.c. non può trovare applicazione.

La riflessione in materia di solidarietà ovvero parziarietà nel danno non è, invero, del tutto nuova in materia di responsabilità societaria e finanziaria e ha dei precedenti anche nell'ordinamento statunitense. In generale, nell'ordinamento statunitense si riscontra una tendenza a favorire l'applicazione di una regola di responsabilità parziaria ai casi in cui vi siano più partecipanti a un unico evento dannoso, e quindi, a limitare l'applicazione dell'opposto regime di solidarietà risarcitoria <sup>(767)</sup>. È pur vero che nell'ordinamento statunitense non vi è una disposizione analoga all'art. 2055 c.c., che preveda espressamente la solidarietà risarcitoria qualora il medesimo danno sia imputabile a più persone. L'istituto che più si avvicina alla disposizione codicistica italiana è, infatti, quello della *aiding and abetting liability*, ossia della responsabilità, di natura solidale, sussistente in capo ai c.d. *secondary actors* – i partecipanti «secondari» all'illecito, come i revisori, gli avvocati, le banche di investimento e più in generale coloro che abbiano un qualche rapporto con il responsabile principale – i quali, pur non avendo violato direttamente le disposizioni normative considerate, abbiano comunque reso possibile e/o aiutato un altro soggetto, il c.d. *primary violator*, a commettere una violazione di tali disposizioni. Per lungo tempo la giurisprudenza statunitense aveva ritenuto che la *aiding and abetting liability* potesse essere configurabile anche con riferimento alla responsabilità per fraudolenta diffusione di false informazioni al mercato prevista dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e dalla *Rule 10b-5* <sup>(768)</sup>. Con la sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti in relazione al caso *Central*

---

<sup>(766)</sup> In argomento si rimanda al § 5. del capitolo 4.

<sup>(767)</sup> A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 236 s.

<sup>(768)</sup> Ad esempio, *Brennan v. Midwestern United Life Insurance Co.*, 259 F. Supp. 673; U.S. Dist. LEXIS 10085 (N.D. Ind. 1966). Si veda anche il caso *First Interstate Bank of Denver, N.A. v. Pring*, 969 F.2d 891 (1992) che costituisce il giudizio d'appello del caso poi deciso dalla Corte Suprema in *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver* (v. la nota seguente). La Corte d'Appello precisò che ai fini della sussistenza di una *aiding and abetting liability* era necessaria la violazione da parte di un *primary violator* delle disposizioni della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act*, una condotta del *secondary actor* in grado di fornire assistenza sostanziale al soggetto che si rende responsabile della predetta violazione, e un'accettazione da parte del *secondary actor* delle possibili conseguenze, anche non volute, della violazione della normativa in materia di frodi sul mercato. In senso contrario si erano, tuttavia, espresse altre corti inferiori. Si vedano ad esempio *Benoy v. Decker*, 517 F. Supp. 490, 495; 1981 U.S. Dist. LEXIS 13061, 15; *Little v. Valley National Bank of Arizona*, 650 F.2d 218, 220

*Bank v. First Interstate Bank* <sup>(769)</sup> si arrivò, invece, a negare la configurabilità di una *aiding and abetting liability* nei casi di *securities fraud*: la Corte Suprema, infatti, ritenne che gli *aiders and abettors* potessero essere chiamati a rispondere esclusivamente nel caso in cui, oltre ad avere tenuto una condotta in grado di agevolare l'altrui violazione della normativa federale in materia di frodi sul mercato, fosse loro ascrivibile un'autonoma violazione della medesima. In altre parole, in assenza di una previsione legislativa espressa che ammettesse, nel caso in esame, una *aiding and abetting liability*, i *secondary actors* potevano ritenersi responsabili solamente nel caso in cui avessero autonomamente commesso una violazione della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e della *Rule 10b-5* della SEC <sup>(770)</sup>. Si rendeva necessario, dunque, che il *secondary actor* avesse lui stesso diffuso informazioni false, inesatte o fuorvianti, al mercato e che, per tale ragione, fossero integrati tutti gli elementi di una *securities fraud* anche in capo a tale soggetto.

Successivamente alla sentenza *Central Bank v. First Interstate Bank* del 1994, la giurisprudenza rimase divisa. In particolare mentre i precedenti giurisprudenziali californiani (9<sup>th</sup> *Circuit*) sembravano continuare, in sostanza, ad ammettere una responsabilità molto simile alla *aiding and abetting liability* nei casi di violazione della *Section 10(b)* e della *Rule 10b-5*, interpretando estensivamente le ipotesi di *primary violation* da parte di un *secondary actor*, i precedenti di New York (2<sup>nd</sup> *Circuit*), avevano adottato una linea interpretativa più stringente e maggiormente aderente alle indicazioni fornite dalla Corte

---

(1981); *Akin v. Q-L Investments, Inc.*, 959 F.2d 521, 525 (1995), che avevano messo in discussione la possibilità di affermare, in questi casi, una *aiding and abetting liability* al di fuori di una previsione legislativa espressa, sulla scorta delle indicazioni fornite dalla stessa Corte Suprema sull'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di *securities fraud* nella sentenza *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462; L. Ed. 2d 480, 97 S. Ct. 1292 (1977); e *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185; 96 S. Ct. 1376; L. Ed. 2d 668 (1976).

<sup>(69)</sup> *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164; 114 S. Ct. 1439; 128 L. Ed. 2d 119; 1994 U.S. LEXIS 3120; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P98,178. Il caso aveva ad oggetto un'emissione obbligazionaria da parte di un'autorità pubblica, impegnata in alcuni progetti di miglioramento di un complesso residenziale e commerciale, avvenuta nel corso degli anni 1986 e 1988. Le obbligazioni erano assistite da garanzie sui terreni nei quali doveva avvenire la costruzione del complesso. Nelle clausole contrattuali del prestito era richiesto che i terreni avessero un valore pari a circa il 160% dell'ammontare del prestito non ancora rimborsato e relativi interessi e che fossero fornite alla banca, che agiva in veste di *trustee*, relazioni annuali attestanti il perdurante valore del terreno, in conformità ai *covenants* contrattuali. Nonostante alcuni dipendenti della banca avessero nutrito dei dubbi circa una diminuzione del valore dei terreni in questione, sollecitando il conferimento di un nuovo incarico di valutazione a un consulente esterno, la banca decise di ritardare di qualche mese il conferimento dell'incarico. Nel frattempo l'emittente fallì e gli investitori promossero un giudizio per la violazione, da parte dell'emittente, della *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e della *Rule 10b-5* e ritenendo che la banca dovesse essere considerata corresponsabile dell'illecito commesso in forza di una *aiding and abetting liability*, poiché, attraverso la propria condotta negligente, consistita nel colposo ritardo nel chiedere una nuova valutazione dei terreni, aveva agevolato l'altrui commissione di una *securities fraud*. Sul punto si veda anche M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 40 s., il quale ritiene che a seguito della sentenza *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank*, non sia configurabile una *aiding and abetting liability* in relazione alla responsabilità da prospetto ai sensi della *Section 11* del *Securities Act*, salvo che il prospetto non contenga informazioni false, inesatte o fuorvianti, attribuibili direttamente agli *aiders and abettors*.

<sup>(70)</sup> A più riprese la Corte Suprema osserva che «[t]he problem, of course, is that aiding and abetting liability extends beyond persons who engage, even indirectly, in a proscribed activity; aiding and abetting liability reaches persons who do not engage in the proscribed activities at all, but who give a degree of aid to those who do» e raggiunge la conclusione «accepted even by those courts recognizing a § 10(b) aiding and abetting cause of action, that the text of the 1934 Act does not itself reach those who aid and abet a § 10(b) violation. Unlike those courts, however, we think that conclusion resolves the case». Cfr. *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164, 176 ss.; 114 S. Ct. 1439, 1447 ss.; 128 L. Ed. 2d 119, 131 ss.; 1994 U.S. LEXIS 3120; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P98,178. Per un commento alla sentenza si veda, di recente, E. COSENZA, *Is the Third Time the Charm? Janus and the Proper Balance Between Primary and Secondary Actor Liability under Section 10(b)*, cit., 1019.

Suprema <sup>(771)</sup>. Questo contrasto giurisprudenziale portò a due successivi interventi della Corte Suprema degli Stati Uniti che ebbero come risultato quello di adottare un'interpretazione ancora più restrittiva delle disposizioni in materia di *securities fraud*, volta a non addossare a coloro che avevano svolto un ruolo minore nell'ambito di operazioni di appello al pubblico risparmio, come il consulente dell'emittente o il revisore, le stesse conseguenze che, in termini risarcitori, avrebbero dovuto sopportare i responsabili in via principale. A dire la verità la giurisprudenza successiva andò ben oltre tale risultato, attirando così a sé numerose critiche. Mentre nel caso *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta, Inc.* <sup>(772)</sup> la Corte Suprema si limitò a riaffermare quanto già statuito in precedenza, nel successivo caso *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders* arrivò, infatti, a sostenere che può dirsi responsabile, per la diffusione di informazioni false o inesatte al mercato, soltanto colui che fa un'affermazione (*makes a statement*) rivolta al mercato. Tale soggetto doveva, in particolare, essere individuato in colui che aveva il potere di determinare le sorti di quella affermazione poiché detentore della «ultimate authority over a statement» <sup>(773)</sup>. Sulla scorta di questo principio di diritto era stata esclusa la responsabilità del gestore di un fondo comune di investimento che aveva materialmente preparato il documento dove l'informativa falsa e fuorviante era contenuta, in ragione della distinta autonomia giuridica del fondo stesso, portando, così alle estreme conseguenze le esigenze di equità e proporzionalità che originariamente avevano spinto la Corte Suprema ad escludere la configurabilità di una *aiding and abetting liability* delle violazioni della *Section 10(b)* e aprendo la strada, invece, a facili elusioni della medesima disposizione <sup>(774)</sup>.

In sintesi, dunque, nell'ordinamento statunitense si è assistito a un intervento interpretativo della Corte Suprema che, anche in considerazione della sproporzione esistente tra la condotta tenuta (dai *secondary actors*) e l'ammontare del danno da risarcire in caso di condanna <sup>(775)</sup>, ha determinato l'applicazione di una regola molto rigida, che si allontana decisamente dagli schemi della solidarietà risarcitoria.

Nel nostro ordinamento, invece, da una netta distinzione dei poteri e dei doveri della Consob rispetto agli altri soggetti che intervengono nelle operazioni di appello al pubblico risparmio sono state fatte derivare conseguenze significative in punto di responsabilità, sotto il profilo del concorso nella produzione del danno da informazione finanziaria. Sono stati ravvisati, nella violazione di obblighi di natura diversa e non omogenea, distinti titoli di responsabilità che non permetterebbero di ritenere sussistente un vincolo di solidarietà tra la Consob e i «controllori di prima istanza» che intervengono in tali procedimenti. In particolare, si è sostenuto che, «anche qualora si intendesse unificare l'illecito primario dell'emittente, che rende l'informazione inveritiera, e l'illecito "secondario" dei *gatekeeper*, consistente nell'omessa o negligente verifica della veridicità dell'informazione stessa, nella stretta veste della solidarietà passiva, si deve purtuttavia ravvisare nel pregiudizio eventualmente creato all'investitore da un mancato o insufficiente

---

<sup>(771)</sup> Il contrasto giurisprudenziale in parola è ricostruito da M.M. WYNNE, *Primary liability amongst secondary actors: why the second circuit's "bright line" standard should prevail*, in 44 *St. Louis L.J.* 1607, 2000 e, più recentemente, da E. COSENZA, *Is the Third Time the Charm? Janus and the Proper Balance Between Primary and Secondary Actor Liability under Section 10(b)*, cit., 1019, la quale ricorda che il *Bright-Line Standard*, originariamente adottato dal secondo circuito, fu poi adottato anche dal decimo e dall'undicesimo.

<sup>(772)</sup> *Stoneridge Investment Partners v. Scientific Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148 (2008).

<sup>(773)</sup> *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296; 180 L. Ed. 2d 166; 2911 U.S. LEXIS 4380; 79 U.S.L.W. 4466; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,327.

<sup>(774)</sup> E. COSENZA, *Is the Third Time the Charm? Janus and the Proper Balance Between Primary and Secondary Actor Liability under Section 10(b)*, cit., 1019.

<sup>(775)</sup> A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 50.

controllo della Consob, un *diverso danno ingiusto* all'investitore, il risultato causale di un *diverso illecito*»<sup>(776)</sup>. Il distinto danno ingiusto cagionato dal negligente controllo della Consob (sul prospetto) sarebbe ravvisabile nello «scorretto funzionamento del mercato nella specifica operazione di sollecitazione» e non coinciderebbe, pertanto, con il danno derivante dalla realizzazione di un'operazione di investimento o disinvestimento sconveniente per l'investitore, la quale non sarebbe stata posta in essere (o lo sarebbe stata, ma a condizioni diverse) senza l'informazione falsa o fuorviante. Pur individuando due danni di natura diversa, lesivi di interessi giuridicamente tutelati di portata differente, la tesi in esame riconosce ciò nondimeno «la difficoltà concettuale di individuazione di due aree distinte e separate di danno ingiusto da cui discendere la regola di responsabilità parziaria» (problema che potrebbe, comunque, essere risolto in sede di quantificazione del danno, con il soccorso della valutazione equitativa *ex art. 1226 c.c.* <sup>(777)</sup>), e propone di percorrere la strada della responsabilità parziaria se non in una prospettiva *de jure condito*, quantomeno in una prospettiva *de jure condendo*.

A tale tesi si è obiettato che il tentativo di evitare un «sovraccarico di responsabilità» dovrebbe muovere non dall'applicazione di una regola di responsabilità parziaria, di per sé ingiustificata, stante la difficoltà di individuare un danno, concettualmente distinto, cagionato dal negligente controllo dell'autorità di vigilanza, ma da una rigorosa ricostruzione del contenuto dei poteri-doveri di vigilanza che la legge prevede in capo alla Consob <sup>(778)</sup>. Oltre a ciò, che costituisce senz'altro un importante punto fermo di ogni indagine in tema di responsabilità, si potrebbe forse aggiungere che il compito della Consob circa il prospetto consiste in un'attività di controllo in presenza della quale pare difficile immaginare la configurabilità di un'area distinta di danno <sup>(779)</sup>.

Ciò nonostante, la tesi che sostiene la responsabilità *pro-quota* della Consob, rispetto agli altri controllori primari, ha come punto di partenza un'idea che può fondare un discorso per certi versi analogo con riferimento alle agenzie di rating. Del resto, di recente la medesima tesi è stata ulteriormente elaborata proprio in relazione alla responsabilità delle

---

<sup>(776)</sup> P. MONTALENTI, *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, cit., 454.

<sup>(777)</sup> P. MONTALENTI, *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, cit., 454. In una prospettiva più marcatamente *de jure condendo* sembra muoversi A. TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*, cit., 946, là dove osserva che la sussistenza di una molteplicità dei controlli (sul prospetto) «potrebbe anche suggerire l'introduzione di meccanismi ispirati ad un sistema di *proportionate liability*».

<sup>(778)</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, cit., 716 s. La natura solidale della responsabilità, pur diretta, della Consob è stata affermata anche da App. Milano, 21 ottobre 2003, cit.

<sup>(779)</sup> In senso contrario rispetto alla prospettività di una responsabilità parziaria per i *gatekeeper*, responsabili dell'illecito secondario consistente nell'omessa o negligente verifica delle informazioni fornite al mercato dal responsabile dell'illecito primario si è espresso anche A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 217 ss. L'Autore, in particolare, ha ritenuto che «le caratteristiche della fattispecie e il dettato della legge non sembrano lasciare grandi margini di dubbio, essendo palese che “il fatto dannoso è imputabile a più persone” e che, quindi, in piana applicazione della previsione *ex art. 2055, co. 1, c.c.*, “tutte sono obbligate in solido al risarcimento del danno”». Anche in una prospettiva *de jure condendo*, inoltre, la previsione di una regola di responsabilità parziaria sarebbe da valutarsi con cautela in ragione del rilievo dell'istanza di compensazione del soggetto danneggiato che potrebbe essere messa a repentaglio dall'insolvenza dei soggetti responsabili. In realtà, qualora l'illecito secondario sia attribuibile a soggetti che, in qualità di *gatekeeper*, hanno il preciso compito di controllare le informazioni diffuse dal responsabile dell'illecito primario, come nel caso del revisore, anche qualora non vi fosse una previsione normativa espressa (ad. es. l'art. 15, d.lgs. n. 39/2010), sarebbe difficilmente sostenibile l'inapplicabilità dell'art. 2055, comma 1, c.c. Come si vedrà in seguito, meno ovvia è l'applicabilità della predetta norma in relazione all'illecito compiuto da altri soggetti, comunemente considerati *gatekeeper*, come le agenzie di rating, che non sono gravati di compiti di controllo e verifica assimilabili.

agenzie di rating nel senso di proporre l'introduzione di una previsione normativa che «equipari, sotto il profilo del nesso causale, la responsabilità di tutti coloro che concorrono nella emissione dello strumento finanziario», la quale «attribuisca al giudice la ripartizione dell'obbligazione risarcitoria tra i diversi danneggiati e che imponga – ecco il principio più innovativo – la *responsabilità parziaria diretta*, ripartita secondo il grado della colpa»<sup>(780)</sup>. L'introduzione di una previsione espressa in materia di responsabilità parziaria dell'agenzia di rating consentirebbe, da un lato, di ridurre i costi processuali relativi alla proposizione dell'azione di regresso e, dall'altro, di evitare il fenomeno del *deep pocket defendant*, e quindi, che l'obbligazione risarcitoria gravi, in misura eccessivamente sproporzionata rispetto al proprio contributo causale e al grado della colpa, sull'agenzia di rating. Per quanto si tratti di finalità senza dubbio condivisibili, e sebbene la regola della responsabilità parziaria costituisca uno strumento particolarmente efficace al loro raggiungimento, non vi sono deroghe, in questa materia, al regime di responsabilità solidale previsto dall'art. 2055 c.c. e non pare potersi argomentare in favore della responsabilità parziaria alla luce del disposto dell'art. 94, comma 8, TUF, poiché, sebbene l'applicazione di tale disposizione sia in grado di introdurre differenziazioni tra i diversi soggetti responsabili, in relazione ai compiti ad essi affidati, essa non si spinge fino al punto di introdurre una vera e propria responsabilità *pro-quota*<sup>(781)</sup>. In altre parole, l'introduzione di una regola di responsabilità parziaria per il caso in esame, quanto mai opportuna, costituirebbe un'importante eccezione alla regola della responsabilità che finora ha governato le ipotesi di concorso nella produzione del medesimo fatto dannoso anche nella disciplina del mercato finanziario.

Allo stato, l'individuazione dell'ambito di responsabilità proprio delle agenzie di rating deve necessariamente transitare per una «paziente, analitica ricostruzione, alla stregua ovviamente dei dati offerti dal diritto positivo, del concetto e dell'ambito della vigilanza; ricostruzione da operare attraverso la specifica identificazione dei poteri (e, specularmente, dei doveri) che la legge attribuisce»<sup>(782)</sup> alle agenzie. A ciò si accompagna una compiuta identificazione dell'ambito di applicazione dell'art. 2055 c.c. e, più nello specifico, dei casi in cui il fatto dannoso cagionato da emittente, amministratori, revisori etc., sia il *medesimo* fatto dannoso riferibile all'agenzia di rating, in considerazione del fatto che il primo comma della norma citata prevede l'applicazione della regola della solidarietà risarcitoria qualora lo stesso fatto dannoso sia imputabile a più persone. Più stringatamente, «il problema (che riguarda tanto il profilo contrattuale che extracontrattuale) è di capire quando le obbligazioni di una pluralità di soggetti derivino da un unico fatto, e quando da fatti distinti e autonomi»<sup>(783)</sup>, dove per fatto si intende il fatto dannoso di cui parla l'art. 2055 c.c. In tali casi «colui che ha risarcito il danno ha regresso contro ciascuno degli altri, nella misura determinata dalla gravità della rispettiva colpa e dalla entità delle conseguenze che ne sono derivate» (comma 2) e «nel dubbio, le singole colpe si presumono uguali» (comma 3).

---

<sup>(780)</sup> P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 517 s.

<sup>(781)</sup> In senso contrario, P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 518 s., il quale, appunto, ritiene che la previsione di una responsabilità parziaria diretta delle agenzie di rating costituirebbe un'ulteriore ipotesi di responsabilità differenziata, accanto ad altre già presenti nella disciplina del mercato finanziario, come quella di cui all'art. 94, comma 8, TUF.

<sup>(782)</sup> Così G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, cit., 717, in relazione alla ricostruzione dei doveri e dei poteri dell'autorità di vigilanza al fine di circoscriverne gli ambiti di responsabilità.

<sup>(783)</sup> M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, Milano, 1993, 30. Già M. DE ACUTIS, *La solidarietà nella responsabilità civile*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, II, 525, riteneva che l'individuazione dei confini e dell'ambito della solidarietà *ex art.* 2055 c.c. fosse uno dei nodi problematici principali della responsabilità solidale, per la necessità di «giungere ad individuare quel minimo di unitarietà oltre il quale si avrebbero soltanto obblighi distinti di risarcire il danno».



Si sono susseguite nel tempo diverse interpretazioni della formula «fatto dannoso imputabile a più persone» utilizzata dall'art. 2055, comma 1, c.c. La più risalente riteneva che la norma civilistica dovesse essere interpretata unitamente agli artt. 187 e 110 c.p. e che, pertanto, la solidarietà risarcitoria avesse luogo solamente qualora vi fosse un vero e proprio concorso nella produzione del danno, e non già una semplice concomitanza di condotte colpose autonome poi risultate in un unico danno. Per l'operare della regola della solidarietà sarebbe, dunque, occorsa la consapevole cooperazione colposa, e non una semplice convergenza di condotte colpose non coordinate tra di loro<sup>(784)</sup>. Questa visione, tuttavia, faceva perno su un'interpretazione fortemente letterale della norma, che richiedeva non soltanto l'unicità del danno ma anche «l'unicità del fatto produttivo del danno»<sup>(785)</sup> e che, per tale motivo, venne presto abbandonata, poiché ritenuta eccessivamente restrittiva del significato precettivo dell'art. 2055 c.c.

Il dettato dell'art. 2055 c.c. è stato da altri ricondotto nell'ambito delle regole della causalità. Un'opinione di poco successiva a quella precedentemente richiamata, sviluppata e sostenuta ancora oggi nelle sue forme più moderne, ha ritenuto, infatti, che tale norma sia espressione del principio della c.d. «equivalenza delle cause»: l'art. 2055 c.c. prevederebbe, pertanto, la solidarietà risarcitoria nel caso in cui più cause siano tutte determinanti nella produzione dell'unico danno e, dunque, quest'ultimo non si sarebbe verificato senza l'una o senza l'altra. Dal concorso di due o più cause nella produzione del medesimo danno discenderebbe la responsabilità solidale dei soggetti alle quali esse sono imputate. L'addossamento della responsabilità per l'integrale ammontare del danno, salvo poi il giudizio di regresso, si giustificerebbe in ragione del rango di causa necessaria rivestito da ciascuna delle condotte poste in essere, senza che i soggetti coinvolti debbano necessariamente avere la coscienza di cooperare al fatto altrui<sup>(786)</sup>.

---

<sup>(784)</sup> Nel vigore del codice civile del 1865, G. VENEZIAN, *Danno e risarcimento fuori dei contratti*, in *Studi sulle obbligazioni*, I, Roma, 1918, 298, affermava che «il requisito essenziale perché venga ammessa la solidarietà dell'obbligo di risarcimento è l'unicità del fatto dannoso». Successivamente, nel vigore del codice del 1942, venne sostenuta la tesi per la quale, ai fini della solidarietà risarcitoria, sarebbe stata richiesta la cooperazione colposa nell'illecito. Così O. ASCARI, *Appunti sulla responsabilità solidale passiva ex art. 2055 c.c. in relazione all'art. 187 c.p.*, nota a Cass., 16 marzo 1953, in *Riv. it. dir. pen.*, 1954, 667 ss., secondo il quale «si ha identità di fatto, che produce responsabilità solidale, anche in sede civile, solo qualora esso sia dovuto al concorso consapevole di più persone nello stesso, e non già quando si verifichi l'ipotesi di più persone, ciascuna diversa e staccata dall'altra, pur cagionanti un unico danno» (*ivi*, 669); G. GUCCIARDI, *Contratto di trasporto – Responsabilità del vettore per sinistro – Azione per colpa contrattuale o extracontrattuale*, in *Foro it.*, 1958, IV, c. 238 ss. (spec. 246); E. BONVICINI, *La responsabilità per i danni nel diritto delle obbligazioni*, I, Milano, 1963, 155 s.

<sup>(785)</sup> Per usare le parole di A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 272, che pure non aderisce a questa tesi.

<sup>(786)</sup> Tra le prime sentenze in materia, si vedano, ad esempio, Cass., 6 luglio 1951, in *Resp. civ. e prev.*, 1952, 342, in cui la Suprema Corte affermò la sussistenza della responsabilità solidale ex art. 2055 c.c. qualora il danno fosse il risultato non di un unico illecito al quale hanno partecipato, in concorso, più soggetti, ma anche qualora fosse il portato di più fatti illeciti concorrenti; Cass., 9 aprile 1954, n. 1126, in *Giust. civ.*, 1954, I, 856 s.; Cass. 15 gennaio 1969, n. 70, in *Giur. it.*, 1969, I, 1, c. 1072. Per un esame della prima giurisprudenza in materia si veda anche M. DE ACUTIS, *La solidarietà nella responsabilità civile*, cit., 526 ss. Nella giurisprudenza più recente si vedano, invece, Cass., 19 gennaio 1996, n. 418, in *Danno e resp.*, 1996, 611, con nota di R. SIMONE, *Concorso di responsabilità: a proposito di un ritorno alla tipicità dei fatti illeciti*; Cass., 2 luglio 1997, n. 5944, in *Giust. civ.*, 1997, I, 3049. La tesi in esame è stata inizialmente sostenuta, *ex multis*, da A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 272 ss., il quale ritiene che «la ratio della forza solidale della responsabilità consiste nel suo stesso presupposto, che è il concorso di più soggetti nella produzione dello stesso danno. Non importa che i comportamenti di tali soggetti violino obblighi diversi: decisivo è che essi concorrano nella lesione dello stesso interesse, nella produzione dello stesso danno. In quanto tali comportamenti sono, tutti, cause necessarie della produzione dello stesso danno, giustizia vuole, a tutela dell'interesse del danneggiato, che la corrispondente responsabilità abbia forza solidale» (*ivi*, 279). In un'opera precedente (A. DE CUPIS, *I fatti*

Pur non prescindendo dal rapporto di causalità, nel determinare se il danno è imputabile a uno o anche a più soggetti ai sensi dell'art. 2055 c.c., alcuni esponenti della dottrina hanno poi ulteriormente ravvisato nell'interesse del danneggiato – e non tanto nella *condicio sine qua non* – il criterio prescelto dall'art. 2055, comma 1, c.c., per unificare le diverse quote di responsabilità in una corresponsabilità solidale. La valutazione delle caratteristiche del singolo caso concreto dovrebbe condurre a determinare quando si è in presenza di un unico fatto dannoso e quando, invece, i fatti sono dannosi sono molteplici, tenendo presente che, nell'ambito di ipotesi in cui l'evento dannoso sia riconducibile ad azioni o omissioni colpevoli di più soggetti, che abbiano avuto un'efficienza causale in relazione al danno, la regola della responsabilità solidale svolge la fondamentale funzione di realizzare un interesse unitario del danneggiato; interesse che, pertanto, è unico laddove sia unico il danno <sup>(787)</sup>.

A una tale ricostruzione si è obiettato che, se non si tiene in considerazione la dinamica della produzione del danno, il criterio dell'unicità del danno, inteso come pregiudizio ad un unico interesse leso, risulterebbe un meccanismo insufficiente a selezionare le fattispecie rientranti nell'ambito di applicazione dell'art. 2055 c.c. da quelle che invece ne sono escluse, poiché verrebbero attratte nella regola della solidarietà risarcitoria ipotesi in cui, a ben vedere, sono configurabili più fatti dannosi lesivi del medesimo interesse <sup>(788)</sup>. In realtà, tale critica potrebbe più correttamente essere mossa a una tesi, per vero ben più recente, che, a differenza di quella poc'anzi richiamata, sembra prescindere dalla sussistenza di un concorso di cause, determinato secondo la teoria della *condicio sine qua non*, quantomeno nei casi in cui condotte autonome si traducano in accadimenti diversi sotto il profilo naturalistico che aggravino ciascuno l'offesa al bene tutelato. In buona sostanza, si avrebbe senz'altro responsabilità solidale quando più condotte sono entrambe efficienti nella produzione del danno. Tuttavia, nei casi più

---

*illegiti*, cit., 85 ss.), il medesimo Autore aveva affermato che «il legislatore ha inteso riferirsi all'ipotesi in cui un “medesimo danno” deriva da “diverse azioni di più soggetti responsabili”, insieme “concorrenti” alla sua produzione» (*ivi*, 86) e osservava che «la sfera d'applicazione dell'art. 2055 cod. civ. [non] va ristretta col richiedere che i coautori del danno abbiano la coscienza di cooperare al fatto altrui, ovvero che tra essi sussista accordo riguardo all'arrecamento del danno: in verità, tanto varrebbe aggiungere un requisito non richiesto dalla legge» (*ivi*, 87); P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illegito civile*, cit., 96; M. POGLIANI, *Responsabilità e risarcimento da illegito civile*, Milano, 1964, 220 s. La tesi in esame, nella sua prima elaborazione, riteneva che il concorso di cause determinasse una responsabilità *integrale* dei coautori del danno, dietro l'influenza della dottrina francese dell'epoca che aveva teorizzato la responsabilità *integrale* dei coautori del danno in ragione dell'assenza nel codice civile francese di una norma analoga all'art. 2055 c.c. Al riguardo si veda F. BUSNELLI, *L'obbligazione soggettivamente complessa. Profili sistematici*, Milano, 1974, 137 s., secondo il quale, più che determinare una responsabilità per l'intero danno, l'art. 2055 c.c. disciplinerebbe un'ipotesi di comunione del debito risarcitorio (*ivi*, 140). Per una elaborazione più recente della tesi esposta dalla dottrina qui ricordata si rimanda a M. FRANZONI, *Dei fatti illegiti (artt. 2043-2059)*, cit., 714 ss.

<sup>(787)</sup> F. BUSNELLI, *L'obbligazione soggettivamente complessa. Profili sistematici*, cit., 141 e 144, ritiene che il principio di causalità vada ravvisato nei commi 2 e 3 dell'art. 2055 c.c., che regolano l'azione di regresso, mentre il primo comma unificherebbe le varie quote di responsabilità in funzione dell'unitario interesse del danneggiato. L'Autore al riguardo precisa anche che «da corresponsabilità solidale di più danneggianti è stabilita dall'art. 2055 in funzione della realizzazione di un interesse unitario del danneggiato» e che «l'interesse del danneggiato in tanto può considerarsi unitario in quanto unico sia il danno subito; mentre irrilevante diventa, sotto questo profilo, verificare se, a sua volta, questo unico danno deriva da un fatto illecito plurisoggettivo o da più fatti illeciti distinti». Sembra condividere l'opinione di richiamata anche E. PELLECCIA, *A proposito di solidarietà e scindibilità*, nota a Cass., 26 settembre 1995, n. 10153, in *Resp. civ. e pren.*, 1996, 655 s. In giurisprudenza, si v. Cass., 25 ottobre 1974, n. 3133, in *Giust. civ.*, 1974, I, 1489 (spec. 1492), che ritiene che il primo comma dell'art. 2055 c.c. disciplini «l'ipotesi in cui l'accertamento dell'esistenza del nesso di causalità sia già avvenuto e sia sfociato nella identificazione di più concause umane imputabili».

<sup>(788)</sup> M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni risarcitorie*, cit., 105 ss.

problematici, in cui il risultato di ciascuna condotta sarebbe quello di aggravare l'offesa al bene giuridico già arrecata da altra condotta ad essa precedente o contestuale, al fine di verificare se si sia in presenza di un unico danno o di più danni, bisognerebbe avere riguardo al criterio dell'interesse del danneggiato: in presenza di un unico l'interesse leso si avrebbe un unico danno <sup>(789)</sup>.

La tesi appena richiamata ha il pregio di cogliere la maggiore problematicità insita nei casi in cui non si abbia un evento dannoso ben definito, in relazione al quale possa ritenersi pacifica la derivazione di un legame causale. Per fare qualche esempio, un conto è affermare che se due piromani appiccano fuoco ad un bosco il danno ambientale – ossia la distruzione del bosco – è causalmente riconducibile a entrambe le condotte, potendosi addirittura supporre che ciascuna condotta sarebbe stata da sola sufficiente a produrre un danno del tipo e gravità di quello verificatosi: il danno in questione è un accadimento ben identificato e naturalisticamente determinato in relazione al quale non parrebbe potersi escludere l'applicabilità dell'art. 2055 c.c., in ragione del nesso causale sussistente tra il danno medesimo e la condotta di entrambi i soggetti. Maggiori difficoltà si hanno, invece, quando, in assenza di una delle condotte in questione, il danno si sarebbe comunque verificato, ma esso sarebbe stato in qualche modo diverso da quello che ha avuto luogo in concreto. È agevole ricondurre l'evento morte a più ferite inferte alla medesima persona da più soggetti, anche autonomamente tra di loro; meno agevole è stabilire se si cada in una delle ipotesi previste dall'art. 2055 c.c. quando, ad esempio, più stabilimenti industriali emettano dei fumi inquinanti che danneggiano un'abitazione, poiché «il deterioramento che tale abitazione subisce per cagione di uno degli stabilimenti [può non essere] condizionato all'emissione di fumo dell'altro stabilimento» <sup>(790)</sup>.

Di questo tipo sono, del resto, i danni che si verificano a seguito della diffusione di informazioni inesatte sul mercato finanziario: quando informazioni false, inesatte o fuorvianti vengano a più riprese diffuse dall'emittente, dai suoi organi di amministrazione, direzione e controllo, dai revisori, dalle agenzie di rating e così via, ciascuna di queste condotte è in grado di indurre una modificazione fittizia del prezzo del titolo, dalla quale può derivare un danno per l'investitore che compia operazioni di investimento sul titolo medesimo, ed è ragionevole pensare che ogni informazione inesatta possa «aggravare» una distorsione del prezzo già verificatasi <sup>(791)</sup>. Quello che non convince è, però, la risposta che

---

<sup>(789)</sup> A. GNANI, *La responsabilità solidale*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2005, 153 ss. (spec. 163 ss.). Egli argomenta anche sulla base del fatto che i paesi di *civil law* contemplano la solidarietà risarcitoria anche in ipotesi di *independent tortfeasors*, citando sul punto C. VON BAR, *The common european law of tort*, Oxford, 1998, 70. Quest'ultimo tuttavia si limita a riconoscere che «it is now common in Europe for independent tortfeasors to be held individually liable for all damage caused. (...) Any other solution, especially apportioning shares of damages, is out of the question in a field of law where each link in the causal chain is treated equally, and which generally does not distinguish between various types of fault», attribuendo, per vero, rilievo all'elemento causalistico nella produzione del danno.

<sup>(790)</sup> L'esempio è di A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 273, che in questa fattispecie esclude la solidarietà risarcitoria. In un'ipotesi molto simile la Suprema Corte ha escluso la solidarietà risarcitoria (cfr. Cass., 11 novembre 1987, n. 8312, in *Arch. civ.*, 1988, 429). Tuttavia, in una successiva pronuncia, la Suprema Corte ha affermato la solidarietà risarcitoria in un analogo caso in cui scarichi provenienti da diversi insediamenti produttivi avevano inquinato il medesimo fondo (cfr. Cass., 28 aprile 2000, n. 5421, in *Giust. civ. mass.*, 2000, 891).

<sup>(791)</sup> Particolarmente interessante al riguardo è quanto osserva P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, cit., 80, secondo il quale «mentre la fattispecie dell'aggravamento implica la possibilità di distinguere (almeno per quote ideali) il danno cagionato da ciascun autore in modo da addebitare, con assoluta coerenza ed equità distributiva, ciascun gruppo di danni ai rispettivi autori o coautori, il concetto di

si dà al problema dell'applicazione a queste fattispecie dell'art. 2055 c.c. Ritenere che si sia in presenza di un unico danno quando l'interesse leso sia il medesimo, ancora una volta, rischia di attrarre nell'area della solidarietà risarcitoria fattispecie che dovrebbero esserne escluse. Ritenere che l'interesse del danneggiato sia il criterio dirimente per verificare se si è in presenza di un danno unico o di più danni può, infatti, condurre a esiti inaccettabili: si pensi a «due auto che, per vie diverse e per mera fatalità, urtino contemporaneamente una terza vettura»; è evidente che qui si è in presenza di due danni disgiunti, nonostante l'interesse offeso sia il medesimo <sup>(792)</sup>. L'interesse del danneggiato si dimostra, in questo senso, «elemento irrilevante e neutro» <sup>(793)</sup>.

Non sembra fornire un contributo decisivo a risolvere le problematiche poste dalle situazioni «di confine», dove è dubbia l'unicità del fatto dannoso, nemmeno l'opinione che ha sostenuto che la norma citata sancirebbe il principio di «equivalenza dei criteri di imputazione» e che giustifica, dunque, la solidarietà risarcitoria sia nel caso della responsabilità indiretta o della responsabilità per titoli diversi (ad esempio, a titolo contrattuale e a titolo extracontrattuale), sia nel caso in cui il danno sia il prodotto di un concorso di cause, ancorché appartenenti a serie causali autonome, sia, infine, in presenza di un *concorso di colpe*. Il criterio di imputazione del concorso di colpe comporterebbe l'applicazione della regola della solidarietà ogniqualevolta «ciascuno, prevedendo le conseguenze dell'altrui negligenza, ne accetta il rischio» <sup>(794)</sup>, come ad esempio accadrebbe nel caso in cui due soggetti che partecipano ad una gara di corsa automobilistica cronometrica, oltre i limiti di velocità, danneggino una terza vettura. Il criterio di imputazione che giustificerebbe l'applicazione dell'art. 2055 c.c. in un caso del genere, secondo la dottrina citata, risiederebbe nella prevedibilità delle conseguenze dannose della

---

concorso di cause in senso tecnico presuppone, all'opposto, l'impossibilità di tracciare una netta linea divisoria tra i danni cagionati da un autore e i danni cagionati da un altro autore».

<sup>(792)</sup> L'esempio di due auto che si scontrano con una terza vettura è ricorrente nelle analisi in tema di imputazione plurisoggettiva del medesimo fatto dannoso. Esso è specificamente richiamato anche da M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, cit., 105, proprio a critica della tesi che sostiene che l'unicità del danno debba essere fatta derivare dall'unicità dell'interesse leso.

<sup>(793)</sup> M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, cit., 107.

<sup>(794)</sup> M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, cit., 159. A critica di tale tesi si è osservato che la possibilità di ritenere sussistente un medesimo fatto dannoso vi è a prescindere dalla prevedibilità dell'altrui colpa e che richiedere che la colpa dell'altro danneggiante sia prevedibile, restringerebbe eccessivamente l'ambito di applicazione dell'art. 2055 c.c. L'unico caso in cui il criterio del concorso delle colpe potrebbe trovare applicazione sarebbe, dunque, secondo A. GNANI, *La responsabilità solidale*, cit., 136 s., quello in cui esse abbiano prodotto un aggravamento del danno. L'esempio fornito dall'Autore per sostenere questa tesi appare, tuttavia, non particolarmente calzante. Egli infatti ritiene che, nel caso in cui, a causa di un progetto macroscopicamente errato, si verifichi il crollo di un edificio, dovrebbero ritenersi responsabili sia il progettista che l'appaltatore alla luce del fatto che mentre il primo avrebbe dovuto prevedere che il crollo dell'edificio si sarebbe verificato, il secondo avrebbe dovuto riconoscere l'inesattezza del progetto e rifiutarne l'esecuzione. In particolare – si afferma – il progettista sarebbe comunque responsabile a prescindere dal fatto che potesse confidare sull'assenza dell'altrui colpa. In realtà, un tale esempio non costituisce altro che un'applicazione del criterio dell'equivalenza delle cause, poiché sia la condotta del progettista sia la condotta dell'appaltatore sono entrambe *necessarie* alla produzione del danno: il danno, infatti, non si sarebbe verificato se il progettista avesse presentato un progetto corretto o, viceversa, se l'appaltatore si fosse accorto, come avrebbe dovuto, dei macroscopici errori contenuti nel progetto. A differenza di quanto ritiene l'Autore, non vi sono, inoltre, nell'esempio ricordato, due condotte autonome e indipendenti, ma due condotte, entrambe negligenti, che si inseriscono nella *medesima* serie causale. In un precedente lavoro (A. GNANI, *L'art. 2055 c.c. e il suo tempo*, in *Danno e resp.*, 2001, 1037 s.) il medesimo Autore aveva ritenuto che la previsione contenuta al secondo comma dell'art. 2055 c.c., che nell'ambito del giudizio di regresso richiede che si tenga conto della gravità della rispettiva colpa dei soggetti danneggianti, testimonierebbe la preminenza dell'art. 2043 c.c. sulle fattispecie previste dagli artt. 2047 ss. c.c. e che, per tale ragione, non possono equipararsi il piano della colpa e il piano degli altri regimi imputativi.

gara e, in particolare, nella prevedibilità delle conseguenze dannose dell'altrui comportamento negligente <sup>(795)</sup>. In realtà, però, anche in questo caso non può farsi a meno di ragionare in termini di causalità: la connessione tra le condotte tenute dai due automobilisti, piuttosto che essere ravvisata nel concorso di colpe, ben potrebbe essere ricondotta ad una regola di causalità, posto che senza la gara di corsa, alla quale partecipano entrambi gli automobilisti-danneggiati, non si sarebbe verificato alcun danno <sup>(796)</sup>.

Pertanto, «il presupposto perché operi la solidarietà è che il fatto dannoso, inteso come evento di danno, sia imputabile a più persone. Occorre che serie causali, ancorché autonome, abbiano tutte necessariamente contribuito a produrre l'evento finale, dal quale occorre muovere per determinare il danno risarcibile» <sup>(797)</sup>. All'unicità del fatto dannoso complesso deve pervenirsi, in buona sostanza, attraverso la connessione degli eventi <sup>(798)</sup> e tenendo presente che più condotte indipendenti, anche appartenenti a serie causali autonome, possono produrre il medesimo danno. L'unicità del danno dovrà essere valutata, come ha affermato la Suprema Corte, tenendo presente «la posizione soggettiva del danneggiato» <sup>(799)</sup>, senza che questo significhi che all'unitarietà dell'interesse leso

---

<sup>(795)</sup> M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, cit., 160.

<sup>(796)</sup> Un esempio simile, riguardante due cocchieri che gareggiando tra di loro investono un passante, è infatti presentato anche da A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 274; ID., *I fatti illeciti*, cit., 87.

<sup>(797)</sup> M. FRANZONI, *Solidarietà e parziarietà nel risarcimento del danno*, *La Responsabilità Civile*, 2009, 949. L'Autore ribadisce ancora una volta che non è necessaria, ai fini dell'applicazione dell'art. 2055 c.c., un'unità di disegno tra i coautori del danno e che anche condotte autonome e indipendenti tra loro, pur se poste in essere in tempi diversi, possono dare luogo al medesimo fatto dannoso. In tal senso si vedano anche G. ALPA – M. BESSONE – V. ZENO-ZENCOVICH, *I fatti illeciti*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 14, Torino, 1995, 469; U. VIOLANTE, *La responsabilità parziaria*, Napoli, 2004, 93 ss.; e C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 646 ss. Come osserva anche Cass., 24 aprile 1997, n. 3596, in *Danno e resp.*, 1997, 438, con nota di V. CARBONE, *La peculiarità della responsabilità da informazione inesatta da parte dei mass-media*, «[c]he la responsabilità solidale di tutti coloro che abbiano concorso a cagionare il danno riposi sul presupposto di un concorso di più cause concorrenti in uno stesso evento dannoso è stato ribadito in una lunga serie di precedenti (...). La norma in esame [l'art. 2055 c.c.] ha insomma inteso riferirsi all'ipotesi in cui un medesimo danno derivi da diverse azioni di più soggetti responsabili, insieme concorrenti alla sua produzione». Tra la giurisprudenza più recente si vedano Cass., 21 giugno 2013, n. 15687, in banca dati *dejure*; e Cass., 5 marzo 2012, n. 3424, in *Guida al diritto*, 2012, 22, 26 (s.m.), e in banca dati *dejure*, dove la Corte chiarisce che l'art. 2055 c.c. «presuppone la prova che il fatto dannoso sia imputabile a più persone, nel senso che esista un rapporto di causalità tra tutte e ciascuna delle condotte commissione o omissive degli stessi e l'evento lesivo, mentre la norma non opera laddove, certo che responsabile del sinistro è uno solo tra più soggetti, non si riesca a individuare chi, in concreto, abbia posto in essere il compotamento produttivo del danno».

<sup>(798)</sup> M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, cit., 156.

<sup>(799)</sup> Cass., 18 gennaio 2013, n. 1247, in banca dati *dejure*, dove la Suprema Corte ha precisato che l'art. 2055 c.c. «riguarda la posizione di quegli che subisce il danno ed a cui favore è stabilita la solidarietà» e che, pertanto, «[n]on rileva (...) ad escludere siffatto rafforzamento della posizione del debitore che non sia possibile distinguere l'efficienza causale del comportamento di ciascuno nella produzione del comunque unitario evento dannoso»; Cass., 22 agosto 2002, n. 12367, in *Giust. civ. mass.*, 2002, 1559; Cass., 4 marzo 1993, n. 2605, in *Giur. it.*, 1994, I, 1, 1606, con nota di D. DI COLA, *Solidarietà dei debitori a titoli diversi di responsabilità e garanzia del credito*, ove la Suprema Corte ribadisce che «perché sorga la responsabilità solidale dei danneggiati, l'art. 2055, comma 1 c.c. richiede solo che il fatto dannoso sia imputabile a più persone, ancorché le condotte lesive siano tra loro autonome e pur se diversi siano i titoli di responsabilità di ciascuno, anche nel caso che siano configurabili rispettivamente titoli di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale. Invero, l'unicità del fatto dannoso prevista dalla norma in esame deve essere riferita unicamente al danneggiato e non va intesa come identità delle azioni dei danneggiati e neppure delle norme giuridiche da essi violate (...), mentre, infatti, la norma dell'art. 2043 c.c., nel prevedere l'insorgenza dell'obbligo di risarcimento del danno come conseguenza della commissione di qualsiasi fatto doloso o colposo, si riferisce all'azione del soggetto che cagiona l'evento dannoso, l'art. 2055 c.c., nell'affermare la responsabilità degli autori del fatto illecito, pone

corrisponda, in concreto, un unico danno. La considerazione della posizione soggettiva del danneggiato andrà, invece, svolta avendo riguardo alle circostanze del caso concreto poiché sono l'indagine e la ricostruzione del fatto che permettono di stabilire se opera la regola della solidarietà risarcitoria ovvero se, invece, di ciascun evento dannoso debba rispondere separatamente ciascun autore<sup>(800)</sup>.

Occorre a questo punto stabilire quando vi sia una responsabilità specifica e esclusiva dell'agenzia di rating e quando, invece, la responsabilità dell'emittente e/o degli altri *gatekeeper* trascini con sé quella dell'agenzia, alla luce della riflessione che si è condotta finora in materia di unicità del fatto dannoso. Questa operazione ermeneutica richiede di tornare, ancora una volta, sulla distinzione tra aggravamento della medesima lesione nell'ambito di un legame di causalità materiale – il danno, con quelle caratteristiche, non si sarebbe verificato senza il concorso di cause – e il prodursi di distinte lesioni del medesimo interesse giuridicamente tutelato, prodotte da serie causali autonome, che, anzi che ricongiungersi in un medesimo danno, danno origine a due o più eventi di danno diversi. I casi problematici riguardano, infatti, le ipotesi in cui si assiste a un inadempimento sia dell'emittente che dell'agenzia di rating, poiché, altrimenti, il problema della solidarietà risarcitoria non avrebbe ragione di porsi. Si tratta di un compito non facile perché la progressiva diffusione di informazioni errate al mercato da parte di più soggetti può comportare oscillazioni nei prezzi dei titoli negoziati non necessariamente riferibili a un medesimo evento dannoso. Si pensi a variazioni nei prezzi distanti fra loro nel tempo o successivamente corrette dai meccanismi di mercato. Inoltre, come si è accennato, spesso il danno derivante dalla diffusione di informazioni inesatte da parte dell'emittente si verificherebbe comunque, a prescindere dalla correttezza dell'operato dell'agenzia di rating, e viceversa; circostanza che farebbe propendere l'identificazione di due distinte aree di danno autonomamente risarcibili.

La questione è di più agevole soluzione qualora l'emittente e l'agenzia di rating cooperino nella realizzazione di una frode poiché, in una simile eventualità, non sembra potersi escludere l'applicazione dell'art. 2055 c.c. Su tale aspetto si tornerà nel successivo paragrafo (v. *infra*, § 9.1), mentre ci si concentrerà sin d'ora sui casi in cui le condotte negligenti di più soggetti abbiano luogo senza realizzare un medesimo disegno fraudolento.

È difficile immaginare che le condotte illecite dell'emittente e dell'agenzia di rating si inseriscano all'interno di una medesima serie causale, scenario che giustificherebbe immediatamente il ricorso alla solidarietà risarcitoria. La serie causale è unica, ad esempio, in presenza dell'obbligo in capo ad un soggetto di controllare l'operato di un altro ovvero quando una causa determini il sorgere di una concausa, e cioè «quando la causa prossima costituisca attuazione di un rischio specifico creato dalla causa precedente»<sup>(801)</sup>, come

---

come condizione l'unicità del fatto dannoso, riguardando, a tal fine, la posizione di colui che subisce il danno». In senso analogo si v. anche Cass., 24 aprile 1997, n. 3596, cit., 438, dove è chiaro che la Suprema Corte intende il riferimento alla posizione soggettiva del danneggiato non come riferimento all'interesse che si presume leso, ma come negazione della tesi, oramai abbandonata, secondo la quale sarebbe stata necessaria un'identità delle azioni giuridiche dei danneggianti. Tra le sentenze più risalenti, Cass. 15 gennaio 1969, n. 70, in *Giur. it.*, 1969, 1, I, c. 1072.

<sup>(800)</sup> M. FRANZONI, *Solidarietà e parzialità nel risarcimento del danno*, cit., 951.

<sup>(801)</sup> Sul punto, C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 648. In giurisprudenza si veda, invece, il caso affrontato da Cass., 24 aprile 1997, n. 3596, cit., 438 ss., in cui si afferma la responsabilità solidale dell'autore di un articolo di giornale diffamatorio e dei terzi che sulla base di tale articolo di giornale avevano tenuto delle condotte di concorrenza sleale poiché la condotta diffamatoria pone in essere «la prima condizione dell'evento, rispetto alla quale l'intervento successivo dei terzi si pone come un semplice e naturale sviluppo evolutivo».

quando, a seguito di un incidente stradale, il passante investito da un'automobile venga portato in ospedale e muoia a seguito sia delle lesioni riportate nell'incidente che degli errori compiuti dal chirurgo nel corso dell'intervento. Eppure, in capo alle agenzie di rating non vi è un obbligo di intervenire al fine di evitare il danno provocato da un illecito dell'emittente. Anche qualora l'agenzia di rating presti correttamente il proprio servizio di valutazione del merito di credito è ben possibile che il danno all'investitore non venga comunque evitato. Inoltre, non è la condotta illecita dell'emittente che determina l'intervento dell'agenzia di rating (come accade, invece, nel caso dell'incidente e della negligente esecuzione di un intervento chirurgico in ospedale): l'agenzia di rating può scegliere di emettere le proprie valutazioni senza alcun incarico da parte dell'emittente (rating *unsolicited*) e, comunque, anche qualora il rating sia sollecitato dall'emittente, il conferimento dell'incarico non è direttamente dipendente dalla condotta dell'emittente potenzialmente produttiva del danno.

Illecito dell'emittente e illecito dell'agenzia di rating si pongono, dunque, tendenzialmente su serie causali autonome e indipendenti le quali, ciò nonostante, potrebbero comunque concorrere alla produzione del medesimo danno. Un meccanismo di connessione tra queste serie causali autonome e indipendenti è rappresentato dal problema dell'inquinamento informativo: l'emittente fornisce false o inesatte informazioni al mercato e all'agenzia e quest'ultima si basa su di esse al fine di esprimere il proprio giudizio. Si aprono, a questo punto, diversi scenari.

In primo luogo, è possibile che l'agenzia di rating non si accorga di irregolarità manifeste presenti nella documentazione messa a sua disposizione dall'emittente. Se le irregolarità non fossero macroscopiche ma fossero, invece, più lievi, la loro rilevazione non rientrerebbe nell'ambito della diligenza esigibile dall'agenzia e si ricadrebbe, pertanto, nell'ipotesi di illecito del solo emittente, con la conseguenza che l'agenzia andrebbe esente da ogni responsabilità. È possibile, inoltre, che l'agenzia di rating, pur accorgendosi delle irregolarità e dell'inesattezza delle informazioni contenute nella documentazione dell'emittente, anziché chiedere ulteriori delucidazioni o, in ultima istanza, rifiutarsi di emettere il giudizio, decida lo stesso di rendere nota la propria valutazione. In entrambe queste ipotesi il problema dell'inquinamento informativo è alla base della condotta negligente dell'agenzia, eppure questo non basta per ritenere che l'agenzia debba rispondere in solido con l'emittente per il danno arrecato agli investitori.

Diversamente, può accadere che le irregolarità contenute nella documentazione messa a disposizione dell'agenzia non siano così agevolmente rilevabili e che il rating sia inesatto non solo a causa del predetto problema di inquinamento informativo, ma anche per altre ragioni. L'inadempimento dell'agenzia di rating potrebbe, infatti, essere ulteriormente determinato, ad esempio, da un'erronea applicazione delle proprie procedure o metodologie di rating ovvero da problemi di conflitto di interesse. Una simile eventualità non sembra del resto improbabile in relazione all'emissione di rating *unsolicited*, in cui non vi è accesso a informazioni non ancora rese pubbliche dall'emittente ed è, pertanto, ridimensionato il problema dell'inquinamento informativo. Può essere forse meno probabile, ma non da escludere, che anche in una simile ipotesi l'illecito dell'emittente e l'illecito dell'agenzia concorrano nella produzione di un unico danno.

Un'analisi sul piano della condotta tenuta dell'emittente e dall'agenzia non basta, dunque, per tracciare una linea di confine tra responsabilità solidale e responsabilità esclusiva. Quanto si è appena osservato consente però di trarre una prima conclusione sull'applicabilità dell'art. 2055 c.c. all'illecito dell'agenzia di rating e dell'emittente. Se è ben

possibile che il problema dell'inquinamento informativo rivesta un ruolo determinante nel definire il tipo di inadempimento ascrivibile all'agenzia di rating, ciò non basta per giustificare l'applicabilità della regola della solidarietà risarcitoria. Occorre infatti avere riguardo alla dinamica di produzione del danno e, specialmente, all'*evento di danno come in concreto verificatosi* <sup>(802)</sup>. Infatti, anche una soluzione che tenga conto della «posizione del soggetto danneggiato», come suggerito dalla Suprema Corte, non potrà che riempirsi di contenuto solo a seguito di un'attenta ricostruzione del fatto dannoso, al fine di non ricondurre tale formula, volutamente ampia, all'insoddisfacente criterio dell'unitarietà dell'interesse leso.

La tipizzazione delle condotte negligenti deve, dunque, essere accompagnata da una riflessione sulle concrete modalità di manifestazione del danno per l'investitore. D'altronde è la stessa prospettiva dell'art. 2055 c.c. che, muovendo dal fatto dannoso, inteso come danno-evento <sup>(803)</sup>, spinge a ricercare, in applicazione dei criteri di imputazione legislativamente previsti, i plurimi coautori del danno a cui imputare la responsabilità solidale.

A questo punto, occorre fare un passo indietro e provare a individuare alcune esemplificazioni di come potrebbe operare la regola dell'art. 2055 c.c. in relazione all'illecito dell'emittente e dell'agenzia di rating, concentrandoci sulle possibili configurazioni dell'evento di danno.

Il caso paradigmatico di danno da diffusione di informazione finanziaria inesatta sul mercato si ha nel caso di acquisto di uno strumento finanziario ad un prezzo (elevato) che non rispecchia il suo reale valore, prezzo che viene determinato dai meccanismi di mercato proprio sulla base delle informazioni inesatte. Successivamente alla scoperta della falsità o inesattezza delle informazioni diffuse – e, solitamente, della reale situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società – si assiste a una brusca riduzione del prezzo di mercato del titolo e a un suo avvicinamento al valore reale. Con le precisazioni già effettuate circa i problemi di quantificazione del danno, inteso, questa volta, come danno-conseguenza <sup>(804)</sup>, di regola esso è riconducibile alla differenza tra prezzo pagato e prezzo di mercato successivo alla scoperta della falsità delle informazioni diffuse <sup>(805)</sup>.

---

<sup>(802)</sup> Al riguardo cfr. P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, cit., 32, il quale ricorda che «il procedimento storico più corretto per ricostruire la fattispecie dell'illecito civile è quello di procedere a ritroso nel tempo, prendendo come punto di partenza l'evento, ossia il danno patrimoniale da risarcire, per risalire da esso al soggetto che ne deve rispondere. Al procedimento inverso, solitamente usato – che parte dal soggetto responsabile per discendere poi a tutte le conseguenze pregiudiziali della sua condotta illecita – si dovrebbe, a stretto rigore tecnico, ricorrere soltanto in un secondo momento, e per ovvie ragioni di praticità, dopo aver più esattamente ricostruito la fattispecie col primo procedimento».

<sup>(803)</sup> Per tutti, M. DE ACUTIS, *La solidarietà nella responsabilità civile*, cit., 533. Sulla distinzione tra danno-evento e danno-conseguenza, e quindi tra danno «inteso come *evento lesivo*, ossia come il risultato materiale o giuridico in cui si concreta la lesione di un interesse giuridicamente apprezzabile» e danno inteso come «*effetto economico negativo*, cioè quale complessiva sofferenza patrimoniale che l'evento lesivo determina a carico del creditore», si veda, ad esempio, C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 112 ss. Tale distinzione è criticata da P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, cit., 24 ss.

<sup>(804)</sup> Ossia come effetto patrimoniale negativo subito dall'investitore. Sulla differenza tra danno-evento e danno-conseguenza si veda la nota precedente.

<sup>(805)</sup> Il problema riguarda, in generale e anche con riferimento alla diffusione di informazioni mediante il prospetto, la immissione e la circolazione sul mercato di strumenti finanziari il cui prezzo non ne rifletta il «valore intrinseco». Sul punto cfr. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 79, 158 e 183, il quale ritiene maggiormente problematica la giustificazione di un rimedio giuridico per la i danni, della medesima specie, verificatisi sul mercato secondario, proprio in ragione del fatto che in questo caso la diffusione di false informazioni determina un trasferimento di ricchezza tra partecipanti al mercato e non tra



Determinare se la responsabilità dell'agenzia di rating sia esclusiva o se, invece, concorra con quella dell'emittente e degli altri soggetti che intervengono nel processo di diffusione di informazioni al mercato, significa indagare in concreto la dinamica di produzione dell'evento di danno al quale corrisponde l'effetto economico negativo subito dall'investitore nei termini sopra descritti. Per fare ciò si dovrà tenere presente l'insegnamento della Suprema Corte secondo il quale «[i]n presenza di una pluralità di fatti imputabili a più persone, coevi o succedentisi nel tempo, a tutti deve essere riconosciuta un'efficienza causativa del danno, se abbiano determinato una situazione tale che, senza l'uno o l'altro di essi, l'evento non si sarebbe verificato, mentre deve attribuirsi il rango di causa efficiente esclusiva a uno solo dei fatti imputabili o quando, inserendosi questo quale causa sopravvenuta nella serie causale, spezzi il nesso eziologico tra l'evento dannoso e gli altri fatti, ovvero quando, esaurendo fin dall'origine e per forza propria la serie causale, riveli l'inesistenza negli altri fatti, del valore di concausa e li releghi al rango di occasioni estranee»<sup>(806)</sup>.

Occorrerà pertanto determinare se l'effetto economico negativo subito dall'investitore, e derivante da un'artificiosa oscillazione dei prezzi, sia riconducibile, in concreto, alla condotta del solo emittente (ed eventualmente del revisore e degli altri soggetti che diffondono, al fianco dell'emittente informazioni al mercato) o anche all'emissione di un giudizio di rating errato. Si tratta di un accertamento di fatto estremamente complesso che comporta notevoli problemi di prova – al limite della *probatio diabolica* – al quale può soccorrere l'utilizzo di meccanismi presuntivi, mediante i quali verificare se la diffusione di informazioni inesatte da parte dell'emittente può, ad esempio, essere considerata causa da sola sufficiente del danno prodottosi, essendo il contributo causale del rating errato del tutto irrilevante, ovvero se invece il danno sia stato determinato da entrambe le condotte<sup>(807)</sup>. In una tale analisi si dovrà tenere presente la concreta dinamica di produzione dell'evento dannoso, nella quale potrà rilevare, ad esempio, la presenza di una situazione di grave difficoltà finanziaria, dissesto o insolvenza, dell'emittente, che sia stata «nascosta» proprio mediante la diffusione di informazioni inesatte al mercato.

Cercando di fornire qualche esemplificazione di quanto appena detto, e nonostante sia difficile tracciare una linea di confine tra ipotesi che ricadono nell'ambito di applicazione dell'art. 2055 c.c. e ipotesi che invece ne sono escluse, in prima approssimazione sembrerebbe che, in presenza di una condotta macroscopicamente negligente dell'agenzia di rating e/o di un coinvolgimento più diretto nella dinamica di produzione del danno, vi saranno presumibilmente le condizioni per l'applicazione della regola della solidarietà risarcitoria. Nel caso concreto occorrerà verificare, ad esempio, se il giudizio di rating sia stato in qualche modo determinante ai fini della configurazione delle particolari modalità di verifica del danno, come potrebbe accadere, in ipotesi, quando

---

investitore e emittente/offerente. La giustificazione del ricorso al rimedio civilistico viene rinvenuta nei costi sociali che detto trasferimento di ricchezza tra partecipanti al mercato comunque comporta, in relazione ai quali ben può funzionare il rimedio della sanzione civilistica (*ivi*, 160 ss.).

<sup>(806)</sup> Cass., 24 aprile 1997, n. 3596, cit., 438 s., che richiama sul punto il precedente Cass., 26 febbraio 1988, n. 2051, in *Giust. civ. mass.*, 1988, 494. In senso analogo, recentemente, Cass., 18 gennaio 2013, n. 1247, cit.

<sup>(807)</sup> Come ha precisato la Suprema Corte (cfr. Cass., 25 marzo 1999, 2814, in *Giust. civ. mass.*, 1999, 667, e in banca dati *dejure*), ai fini dell'applicazione dell'art. 2055, comma 1, c.c., «è sufficiente la realizzazione di un unico fatto dannoso, alla cui produzione abbiano concorso, con efficacia causale, più condotte», senza che sia necessario, nel giudizio promosso dal danneggiato ai sensi della predetta norma, «l'accertamento sul nesso di causalità tra la singola condotta e la parte di danno da essa derivata».

il giudizio di rating abbia avuto l'effetto di consentire un più ampio accesso al credito obbligazionario da parte dell'emittente, il quale abbia così potuto nascondere più a lungo il proprio stato di dissesto o insolvenza, aggravandolo, senza che necessariamente l'agenzia di rating fosse stata a conoscenza della frode perpetrata dall'emittente o vi abbia preso parte attivamente.

Diversamente, quando, in ipotesi, il legame tra giudizio di rating errato e diffusione di informazioni inesatte da parte dell'emittente non vada oltre il mero inquinamento informativo, la dinamica di produzione del danno potrebbe essere tale da far ritenere, anche intuitivamente, distinte le due responsabilità. Tale potrebbe essere il caso in cui l'emittente diffonda informazioni inesatte al mercato, dischiudendo anche dati contabili errati già oggetto, però, di positivo riscontro da parte della società di revisione, e, a diversi mesi di distanza, l'agenzia di rating, anche facendo affidamento su tali dati contabili emetta un giudizio di rating errato, il cui vizio dipenda altresì dall'inesatta applicazione delle metodologie di rating adottate dalla società e che sia tale da produrre un'autonoma e distinta distorsione del prezzo dei titoli dell'emittente. Pur in presenza di un problema di inquinamento informativo, non sembra che, in un caso come quello prospettato, si vada oltre una mera concomitanza accidentale di condotte colpose – dell'emittente e del revisore, da un lato, e dell'agenzia di rating, dall'altro – che producono due danni distinti, lesivi del medesimo interesse giuridicamente tutelato.

L'ammissibilità di una separata risarcibilità del danno da rating non sembra dunque essere relegata a ipotesi residuali, in applicazione del principio per cui quando attività separate producono effetti lesivi separati, non può dirsi che «una pluralità di azioni od omissioni imputabili a soggetti diversi (...) abbiano cooperato in maniera efficiente alla produzione dell'evento nel senso che questo non si sarebbe verificato senza l'incidenza delle cause concorrenti»<sup>(808)</sup>. Inoltre, in presenza di azioni plurime e distinte, come la diffusione di informazioni errate da parte dell'emittente e dell'agenzia di rating, di regola, la responsabilità si presume come individuale e, in mancanza della prova contraria, da parte del danneggiato, di una precisa imputabilità dell'evento dannoso a più soggetti, non potrà comunque farsi ricorso alla regola della solidarietà risarcitoria<sup>(809)</sup>.

In conclusione, le caratteristiche peculiari del danno da informazione finanziaria e del danno da rating rischiano di rendere di difficile applicazione le previsioni normative contenute nell'art. 2055 c.c., posto che non è sempre chiaro, a prescindere dalle circostanze del caso concreto, quando la solidarietà risarcitoria opererebbe e quando andrebbe, invece, esclusa. Se a ciò si aggiunge che in assenza di un modello ideale, in cui l'informazione sia perfetta, in cui tutti i possibili responsabili siano solvibili, in cui vi sia indifferenza al rischio, completa razionalità e non vi siano errori giudiziari, la regola della responsabilità parziaria potrebbe produrre migliori risultati sia in termini efficientistici che in quanto a *deterrence* – che si ricorda essere una delle funzioni della responsabilità civile nel diritto dei mercati

---

<sup>(808)</sup> Cass, 11 novembre 1987, n. 8312, in *Arch. civ.*, 1988, 429. Nel caso esaminato dalla Suprema Corte, in cui i lavori su un terreno vicino ad alcuni immobili erano stati effettuati da parte di due società distinte, era stata esclusa la solidarietà risarcitoria poiché «le singole attività svolte dalle due società convenute risultavano individuate separatamente, così come separatamente risultavano individuati gli effetti dei loro diversi interventi, tanto che il C.T. era stato in grado di precisare esattamente quali danni erano stati provocati da ciascuna delle stesse e l'entità dei lavori che ognuna di esse era tenuta ad eseguire per il risarcimento dei danni stessi in forma specifica».

<sup>(809)</sup> Cass., 10 luglio 1991, n. 7680, in *Giust. civ. mass.*, 1991, 1043. Così anche C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 648.

finanziari – <sup>(810)</sup> e, soprattutto, che si è da più parti rilevata l'iniquità di soluzioni che prevedono che soggetti come le agenzie di rating (e, per certi versi, anche le società di revisione) possano essere chiamate a rispondere per illeciti in primo luogo attribuibili a dei *primary violators* rispetto ai quali rimangono, in sostanza, «a margine» <sup>(811)</sup>; l'applicazione dell'art. 2055 c.c. a fattispecie come quella in esame oltre che risultare estremamente difficoltosa, potrebbe essere addirittura non opportuna, in una prospettiva *de jure condendo*.

Tuttavia, in assenza di un intervento normativo *ad hoc*, il ricorso all'art. 2055 c.c. e, con esso, un rinvio alle circostanze del caso concreto – coerente con l'affermazione della regola giurisprudenziale per cui compete al giudice di merito «stabilire quando un evento dannoso è imputabile a più soggetti e l'efficienza causale di ciascuna condotta e quando, invece, vi è «una pluralità di eventi dannosi?»» <sup>(812)</sup> – è inevitabile.

### 9.1. La partecipazione dell'agenzia di rating alla frode dell'emittente.

L'operatività della solidarietà risarcitoria sembrerebbe, dunque, essere confinata ai casi più gravi in cui il giudizio di rating errato è causalmente connesso e contribuisce a determinare, unitamente ad altri fattori, un fatto dannoso complesso; come quando, ad esempio, la situazione di dissesto dell'emittente venga fortemente aggravata dall'emissione del giudizio dell'agenzia. Affrontati i casi maggiormente problematici, in cui alla condotta colposa dell'emittente (ed eventualmente dei suoi organi amministrativi e di controllo e del revisore), si affianca la condotta colposa dell'agenzia, e in relazione ai quali si è visto che la verifica circa la sussistenza di un unico fatto dannoso, che legittimerebbe l'applicazione dell'art. 2055 c.c., è particolarmente difficoltosa, occorre ora esaminare le ipotesi in cui la regola della solidarietà risarcitoria sembrerebbe senz'altro doversi applicare poiché ne sono facilmente rilevabili i presupposti. Si tratta dei casi in cui l'agenzia partecipa del disegno fraudolento dell'emittente fornendo un proprio contributo alla sua attuazione.

Alcuni esempi di partecipazione dell'agenzia di rating alla frode dell'emittente sono forniti dalla giurisprudenza statunitense. In particolare, nei già richiamati casi *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation* e *LaSalle National Bank v. Duff & Phelps* <sup>(813)</sup>, secondo la ricostruzione attorea, l'agenzia di rating avrebbe cooperato nella realizzazione del disegno fraudolento dell'emittente attraverso la consapevole (e dolosa) attribuzione di rating troppo elevati a titoli ad alto rischio, al fine di consentire il successo dell'operazione di appello al pubblico risparmio. Più nello specifico, nel secondo dei casi richiamati, gli investitori

---

<sup>(810)</sup> In tal senso U. VIOLANTE, *Responsabilità solidale e responsabilità parziaria*, in *Danno e resp.*, 2001, 460 ss., che propone la sostituzione della responsabilità solidale con la responsabilità parziaria accompagnata da copertura assicurativa. Per una critica nei confronti di questa impostazione si v. A. GNANI, *L'art. 2055 c.c. e il suo tempo*, cit., 1031 ss.

<sup>(811)</sup> P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, cit., 517 ss. L'applicazione della regola della solidarietà invece, nell'ambito delle fattispecie tradizionalmente generatrici di responsabilità civile è solitamente ritenuta rispondente a esigenze di giustizia sostanziale (cfr. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, cit., 97).

<sup>(812)</sup> M. FRANZONI, *Solidarietà e parziarietà nel risarcimento del danno*, cit., 951; e, in giurisprudenza, Cass. 4 febbraio 1992, n. 1147; in *Dir. inf. e informatica*, 1992, 784, con nota di G. GALLO, *Diffusione di prove di consumo e responsabilità dell'emittente televisiva*.

<sup>(813)</sup> Si rinvia, anche per i riferimenti, al § 2.3. del secondo capitolo. In argomento cfr., inoltre, G. FAUCEGLIA, *Intervento*, cit., 258, il quale ricorda il caso Portland General Electric del 2007, in cui la colpevole collusione tra agenzia di rating e emittente aveva avuto ad oggetto non tanto il rilascio di un rating eccessivamente ottimista, quanto più in generale la diffusione da parte dell'agenzia di informazioni inventiere allo scopo di far ottenere all'emittente dalla *Public Utility Commission* dell'Oregon un aumento delle tariffe applicabili alle erogazioni di energia elettrica.

danneggiati avevano sostenuto che l'agenzia era a conoscenza dei problemi di solvibilità dell'emittente e che ciò nondimeno essa aveva emesso un rating elevato, al fine di consentire il successo dell'operazione. Da ciò e dalla circostanza che una delle condizioni per il successo dell'operazione era, appunto, l'ottenimento di un voto di rating non inferiore ad AA, secondo i danneggiati si sarebbe potuta evincere una consapevole cooperazione dell'agenzia nell'altrui frode.

Tralasciando i problemi di prova, in presenza dell'accertamento di tali circostanze non si potrebbe dubitare dell'applicabilità dell'art. 2055 c.c. al caso di specie e, pertanto, l'agenzia di rating verrebbe certamente chiamata a rispondere del danno in solido con l'emittente e con gli altri eventuali partecipanti alla frode. Questo poiché, nel caso in cui vi sia una collaborazione tra emittente e agenzia di rating per la realizzazione di un'operazione fraudolenta potenzialmente lesiva degli interessi degli investitori, al verificarsi del pregiudizio, unitamente all'unicità dell'evento lesivo potrebbe riscontrarsi anche l'unicità del fatto dannoso, ossia del fatto produttivo del danno, composto dalle azioni e/o omissioni di tali soggetti, in presenza della quale, fin dalle prime interpretazioni dell'art. 2055 c.c., non è mai stata messa in dubbio l'operatività della regola della solidarietà risarcitoria <sup>(814)</sup>.

Anche a prescindere dall'accertamento dell'unicità del fatto dannoso, sono comunque facilmente ravvisabili i presupposti per l'applicabilità dell'art. 2055 c.c., ogniqualvolta si dimostri la collusione o l'accordo tra emittente e agenzia di rating al fine di realizzare un'operazione fraudolenta a danno degli investitori, ovvero qualora, pur mancando un vero e proprio accordo, si evinca una cooperazione tra tali soggetti che sia stata determinante per la realizzazione dell'operazione medesima. Questo, per esempio, potrebbe accadere qualora l'assegnazione di un determinato voto di rating venga prevista contrattualmente quale condizione di fattibilità dell'operazione e emittente e agenzia si accordino o nei fatti agiscano in modo tale da celare al pubblico il reale merito di credito della società.

Se, quindi, ai fini dell'applicabilità dell'art. 2055 c.c. non è strettamente necessario né l'accordo o la collusione, né il dolo dell'agenzia, in quanto il contributo dell'agenzia alla determinazione del danno potrebbe ben sostanzarsi in una condotta gravemente colposa di quest'ultima, concretatasi nella sistematica ignoranza o nel consapevole disinteresse per gli indizi, i fatti e le notizie dalle quali si poteva chiaramente evincere la realizzazione da parte dell'emittente di una frode o nell'aver mantenuto una condotta semplicemente agevolativa di tale disegno fraudolento; è evidente che in presenza, invece, di tali circostanze, non potranno aversi dubbi sull'applicabilità della regola della solidarietà risarcitoria. Nelle ipotesi di confine, l'accertamento dei presupposti per l'applicabilità dell'art. 2055 c.c. passa necessariamente attraverso un'attenta analisi del fatto, con particolare riguardo alla condotta dell'agenzia di rating. Ciò che preme in questa sede osservare, tuttavia, è che, accanto a tali fattispecie, se ne possono immaginare delle altre in cui è più chiara la partecipazione dell'agenzia di rating alla frode dell'emittente, vuoi per l'esistenza di un accordo o di un comportamento collusivo, debitamente provato da parte attrice, vuoi per la presenza dell'elemento soggettivo del dolo; e in tali casi l'applicabilità dell'art. 2055 c.c. non lascia spazio a margini di dubbio.

---

<sup>(814)</sup> Al riguardo si rimanda alle considerazioni svolte nel precedente paragrafo.

## 9.2. La ripartizione interna delle quote di responsabilità e l'esercizio dell'azione di regresso.

Una volta accertati i presupposti della solidarietà passiva tra agenzia di rating, emittente, componenti dell'organo amministrativo, dirigenti, società di revisione e eventuali altri corresponsabili, in applicazione della regola dettata dall'art. 2055, comma 1, c.c., si pone il problema di determinare come debba essere ripartito, nei loro rapporti interni, l'obbligo risarcitorio nei confronti degli investitori. Occorre, infatti, stabilire secondo quali regole ciascun coautore, chiamato individualmente a risarcire il danno, possa eventualmente esercitare l'azione di regresso nei confronti degli altri corresponsabili per la parte di danno ad essi imputabile.

Le regole che governano l'esercizio dell'azione di regresso nell'ambito dell'illecito aquiliano sono dettate dai commi 2 e 3 dell'art. 2055 c.c., là dove prevedono che «colui che ha risarcito il danno ha regresso contro ciascuno degli altri, nella misura determinata dalla gravità della rispettiva colpa e dall'entità delle conseguenze che ne sono derivate» e che «nel dubbio, le singole colpe si presumono uguali». La questione che si pone, qualora venga accertata la responsabilità *non esclusiva* dell'agenzia di rating in relazione ad una fattispecie di illecito realizzatasi sul mercato finanziario, è quindi quella dell'applicabilità di tali regole sia con riferimento alla possibilità che l'agenzia, avendo risarcito integralmente il danno patito dall'investitore, intenda agire in via di regresso nei confronti degli altri corresponsabili, sia in relazione al caso in cui essa venga convenuta in giudizio a seguito della proposizione di tale azione da parte dell'emittente o di altro soggetto condannato in prima battuta al risarcimento integrale del danno. In altri termini, ritenuto ascrivibile *ex art.* 2055, comma 1, c.c., un medesimo fatto dannoso a più soggetti, tra i quali figura l'agenzia di rating, è possibile che l'investitore chieda la condanna di quest'ultima all'integrale risarcimento del danno patito, ovvero che la richiesta risarcitoria, per un fatto dannoso imputabile *anche* all'agenzia di rating, sia rivolta esclusivamente a uno o più altri corresponsabili. Nel primo caso, sarà l'agenzia di rating a poter esercitare l'azione di regresso nei confronti di coloro cui è parimenti imputabile il fatto dannoso verificatosi; nel secondo caso, invece, l'agenzia di rating potrà essere convenuta in regresso da parte del soggetto cui è richiesto l'integrale risarcimento del danno o che abbia già provveduto al pagamento della somma liquidata dal giudice <sup>(815)</sup>. A prescindere dal ruolo di attrice o convenuta in regresso eventualmente assunto dall'agenzia nell'ambito del giudizio, tuttavia, saranno le regole dettate dall'art. 2055, commi 2 e 3, c.c., a guidare l'interprete nella determinazione della «parte» di danno che l'agenzia di rating dovrà definitivamente sopportare.

Secondo le indicazioni fornite dal secondo comma dell'art. 2055 c.c., al fine di determinare l'ammontare della pretesa risarcitoria che deve definitivamente – e cioè senza possibilità di essere trasferita ad altri – gravare su ciascun corresponsabile, occorre avere riguardo alla «gravità della rispettiva colpa» e «all'entità delle conseguenze che ne sono derivate». Soltanto in un secondo momento, e in presenza di un'incertezza assoluta in

---

<sup>(815)</sup> Si ricorda incidentalmente, infatti, che l'azione di regresso può essere esercitata da colui nei confronti del quale è avanzata la richiesta risarcitoria sia nel corso del medesimo processo nel quale tale richiesta è presentata, per l'eventualità della soccombenza rispetto a tale pretesa, sia successivamente al pagamento della somma liquidata a titolo di risarcimento del danno, nel corso di un autonomo e separato processo. Così, ad esempio, Cass., 28 aprile 2000, n. 5421, in *Giust. civ. mass.*, 2000, 890 s.; e in banca dati *dejure*; Cass., 9 marzo 1988, n. 2364, in *Giust. civ.*, 1988, I, 1466. In dottrina cfr., anche per ulteriori riferimenti giurisprudenziali, M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 747 s.

relazione a tali elementi <sup>(816)</sup>, si potrà utilizzare il criterio suppletivo dettato dal terzo comma, per cui nel dubbio, le colpe di ciascun corresponsabile si presumono uguali, con una vistosa eccezione alla regola dettata in via generale per la materia obbligatoria dall'art. 1298, c. 2, c.c. <sup>(817)</sup>, secondo la quale, infatti, nei rapporti interni tra creditori o debitori solidali, «le parti di ciascuno si presumono uguali, se non risulta diversamente».

La porzione di danno che graverà definitivamente sull'agenzia di rating dipenderà, dunque, da un complesso accertamento circa la gravità della colpa ad essa ascrivibile e l'entità del danno derivato dalla sua condotta.

La dottrina civilistica si è a lungo occupata dell'interpretazione delle formule «gravità della colpa» ed «entità delle conseguenze» utilizzate dall'art. 2055, c. 2, c.c., fornendo molteplici ricostruzioni. All'opinione secondo la quale tali criteri opererebbero sempre congiuntamente <sup>(818)</sup>, si è affiancata, infatti, quella che ha ritenuto che occorrerebbe avere riguardo all'elemento soggettivo della colpa per poter determinare l'*an* della responsabilità nei rapporti interni tra corresponsabili, mentre l'entità delle conseguenze derivanti dalla condotta costituirebbe l'elemento determinante al fine di stabilire il *quantum* del risarcimento gravante su ciascuno <sup>(819)</sup>, e quella di coloro che, invece, hanno sostenuto che la colpa assumerebbe rilievo assorbente, essendo l'unico criterio in grado di determinare la «quota» di responsabilità gravante su ciascuno nei rapporti interni <sup>(820)</sup>. L'opinione preferibile, tuttavia, è quella che rifugge da regole e parametri troppo rigidi, per consentire all'interprete e al giudice di poter variamente modulare il criterio della gravità della colpa e quello dell'entità delle conseguenze che sono derivate dalla condotta illecita dei corresponsabili con maggiore flessibilità, al fine di giungere ad una valutazione complessiva della «parte» di responsabilità ascrivibile a ciascuno di essi che tenga conto delle circostanze del caso concreto <sup>(821)</sup>. Le ragioni che storicamente sono state poste alla

---

<sup>(816)</sup> Si veda al riguardo M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 746, secondo il quale «la presunzione di uguale concorso è una norma di chiusura che viene applicata solo quando risulti impossibile stabilire il concreto apporto di ogni coautore nella produzione del fatto dannoso». A. GNANI, *L'art. 2055 e il suo tempo*, cit., 1038, ritiene applicabile il comma terzo dell'art. 2055 c.c. anche nell'ambito del giudizio di regresso tra più soggetti responsabili a titolo oggettivo qualora nessuno di essi versi in colpa. Secondo l'opinione dell'Autore, inoltre, l'elemento soggettivo della colpa, pur irrilevante ai fini dell'imputazione dell'illecito nei confronti del danneggiato, servirebbe comunque ai fini della determinazione delle quote di responsabilità in occasione del giudizio di regresso.

<sup>(817)</sup> In tal senso cfr. M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, cit., 282. M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 746, osserva al riguardo che la disciplina dettata dall'art. 2055, comma 2, c.c., è invertita rispetto a quella dettata dall'art. 1298, comma 2, c.c.

<sup>(818)</sup> Così C.M. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni (art. 1218-1229)*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1979, 409 s., sia pure con riferimento all'analoga formulazione dell'art. 1227 c.c. In argomento si veda anche A. GNANI, *La responsabilità solidale*, cit., 202, secondo il quale nei rapporti interni tra corresponsabili «la quantificazione di ciascuna quota non rimane affidata al solo criterio oggettivo delle conseguenze patrimoniali derivate dalla condotta di questo o quel corresponsabile. Il giudizio si incentra sull'elemento soggettivo (tramite il giudizio di gravità della colpa) oltre che sul risultato dell'attività colposa».

<sup>(819)</sup> Così L. MENGONI, *Inadempimento delle obbligazioni. Rassegna critica di giurisprudenza (1943-1946)*, in *Temi*, 1946, e più di recente in, L. MENGONI, *Scritti II. Obbligazioni e negozio*, a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011, 17 s. (da cui i riferimenti), sia pure con riferimento all'analoga formulazione dell'art. 1227 c.c., che, nel caso di concorso colposo del creditore, prescrive la diminuzione del risarcimento del danno «secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate».

<sup>(820)</sup> M. DUNI, *Responsabilità da fatti illeciti. Solidarietà. Regresso. Concorso di colpa della vittima e diminuzione del risarcimento*, in *Giust. civ.*, 1966, IV, 63 ss.

<sup>(821)</sup> Cfr. C. SALVI, *La responsabilità civile*, cit., 235 s.; M. DE ACUTIS, *La solidarietà nella responsabilità civile*, cit., 640; e A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 256, sia pure con riferimento all'analoga formulazione dell'art. 1227 c.c. Al riguardo si veda inoltre quanto affermato da M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 750. L'Autore richiama le considerazioni svolte dalla giurisprudenza, secondo

base di una siffatta interpretazione – consistenti nella necessità di far fronte a casi in cui sussiste una rilevante sproporzione tra i due criteri enunciati dall'art. 2055, comma 2, c.c., poiché, ad esempio, da una condotta gravemente negligente sono derivate conseguenze pregiudizievoli di lieve entità o viceversa, ovvero poiché le condotte dei responsabili hanno, in concreto, avuto pari efficienza causale<sup>(822)</sup> – acquistano, infatti, una rinnovata importanza proprio in relazione a problematiche più recenti, quale quella della partecipazione dell'agenzia di rating alla realizzazione di un illecito plurisoggettivo sul mercato finanziario, in cui l'accertamento della sussistenza di un comportamento colposo dell'agenzia o del nesso di causalità tra la sua condotta e il danno si mostra, come si è detto in precedenza, non scevro di difficoltà e incertezze<sup>(823)</sup>.

Se, dunque, con riferimento alla fattispecie oggetto di esame non sembra mostrare portata decisiva il dibattito, che a lungo ha impegnato la dottrina civilistica, circa il problema dell'esercizio del regresso nel caso di concorso tra titoli oggettivi di responsabilità<sup>(824)</sup>, alla luce del fatto che, come si è evidenziato, la responsabilità dell'agenzia di rating è

---

la quale ogni ripartizione delle conseguenze risarcitorie del danno tra i suoi plurimi coautori, a prescindere dai titoli di responsabilità, dovrebbe muovere dalla ricostruzione delle circostanze del fatto e, più precisamente, dall'accertamento del concreto apporto fornito da ciascuno di essi al verificarsi del danno, intendendo il termine «colpa» di cui all'art. 2055, c. 2, c.c., in senso atecnico quale «apporto causale nella verifica dell'evento». Tra le sentenze richiamate cfr. ad esempio Cass., 8 settembre 1970, n. 1356, in *Resp. civ. e prev.*, 1971, 320, che, in un caso di danni cagionati dall'urto di un veicolo e di un cane, fattispecie rientranti rispettivamente nell'ambito di applicazione degli artt. 2054 e 2052 c.c., ha ritenuto che «soltanto sulla base delle modalità dell'incidente si può stabilire se la colpa sia da ascrivere al solo proprietario dell'animale per avere lo stesso posto in essere una situazione di pericolo da potersi considerare come causa unica o determinante dell'evento, oppure al solo conducente del veicolo, o se, infine, attraverso gli estremi delle due diverse responsabilità, la colpa possa farsi risalire ad entrambi ed in eguale misura».

<sup>(822)</sup> Così, A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 256; e, più di recente, A. GNANI, *La responsabilità solidale*, cit., 209. Il problema della possibilità che i criteri della gravità della colpa e dell'entità delle conseguenze diano indicazioni divergenti è ricordato, sia pure con riferimento all'art. 1227 c.c., anche da L. MENGONI, *Inadempimento delle obbligazioni. Rassegna critica di giurisprudenza (1943-1946)*, cit., 17 s.

<sup>(823)</sup> Al riguardo si rimanda alla sezione II del presente capitolo.

<sup>(824)</sup> In argomento si v. M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 749 ss., il quale sottolinea la problematicità dell'operatività del secondo comma dell'art. 2055 c.c. nei casi in cui i titoli di responsabilità dei coautori prescindano dalla colpa. L'Autore osserva al riguardo che «il criterio della gravità della colpa non può operare proprio perché la colpa non costituisce il criterio di imputazione della responsabilità, quantomeno per alcuno dei coautori»; ritiene comunque applicabile in via residuale il comma 3 del medesimo articolo (*ivi*, 751), e richiama l'orientamento giurisprudenziale tradizionale sul punto (in argomento si rimanda a quanto già detto alla nota 821). L'opinione dottrinale tradizionale, formatasi in relazione al caso in cui al titolo di responsabilità oggettiva di alcuno dei coresponsabili si affianchi la responsabilità per colpa di altro coautore del danno, ha sostenuto invece che in sede di regresso spettasse comunque a quest'ultimo di sopportare in via esclusiva le conseguenze patrimoniali derivanti dall'illecito, dovendo quindi egli lasciare indenne il responsabile (propriamente o impropriamente) indiretto a titolo oggettivo. Così, ad esempio, A. DE CUPIS, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1971, 113, ID., *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, II, cit., 181. Tuttavia, la dottrina successiva ha distinto a seconda che la responsabilità indiretta abbia o meno funzione di garanzia, poiché solamente nel primo caso il responsabile senza colpa avrebbe diritto di regresso integrale nei confronti del responsabile in colpa, mentre nel secondo caso la soluzione non potrebbe essere unitaria e occorrerebbe introdurre delle differenziazioni alla luce delle peculiarità delle singole ipotesi di responsabilità senza colpa. In tal senso si veda, in particolare, C. SALVI, voce *Responsabilità extracontrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 1255, mentre parzialmente difforme è l'opinione dello stesso M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 746 s., secondo il quale la disposizione dettata in materia di regresso dall'art. 2055, c. 2, c.c., opera esclusivamente nel caso in cui la solidarietà non sia stata disposta dal legislatore esclusivamente nell'interesse di uno dei soggetti chiamati a rispondere del danno, come accade di regola nei casi di responsabilità indiretta. In particolare, ad esempio, il genitore di minore imputabile potrebbe esercitare il diritto di regresso nei confronti di quest'ultimo per l'intero, così come il soggetto responsabile ex art. 2049 c.c. potrebbe comunque rivalersi sul commesso che ha colposamente cagionato il danno di cui il committente risponde a titolo oggettivo. La

innanzitutto, ai sensi dell'art. 35-*bis*, una responsabilità per colpa (grave o dolo), e che,

differenza tra le due impostazioni è ben esemplificata dal caso previsto dall'art. 2049 c.c. Mentre per il primo Autore soltanto qualora la responsabilità oggettiva abbia funzione di garanzia potrebbe ammettersi il diritto di regresso integrale, dovendosi nelle altre ipotesi (inclusa quella prevista dall'art. 2049 c.c.) valutarsi l'efficienza causale di ciascun fatto dannoso, per FRANZONI la possibilità del regresso integrale è ammessa in una serie più ampia di ipotesi, riconducibili in via d'approssimazione ai casi in cui il legislatore ha previsto forme di responsabilità indiretta. Con particolare riferimento invece all'ipotesi di concorso tra più soggetti (tutti) responsabili per un titolo *diverso* dalla colpa, secondo una prima interpretazione, sostenuta da coloro che ripartiscono i criteri di imputazione della responsabilità in due gruppi, a seconda che essi siano fondati sull'elemento della colpa ovvero su quello dell'esposizione al pericolo o del rischio, poiché in quest'ultimo caso il criterio di imputazione della responsabilità (definita come oggettiva) prescinde dalla colpa e ha invece riguardo a considerazioni attinenti l'allocatione del rischio, sarà proprio il rischio o il pericolo creato dalla condotta a fornire una guida per la ripartizione interna del danno tra i diversi coresponsabili. In questo senso si vedano, ad esempio, M. COMPORI, *Esposizione al pericolo e responsabilità civile*, Napoli, 1965, 187 ss., secondo il quale dovrebbe farsi riferimento all'entità del pericolo, unitamente all'efficienza causale nella produzione del danno; e P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961, 281 ss., secondo il quale dovrebbe farsi riferimento all'ampiezza del rischio. In particolare, nel caso di concorso tra più responsabili a titolo oggettivo, il debito risarcitorio dovrebbe gravare maggiormente sul soggetto che esercita l'attività più rischiosa, mentre, nel caso di concorso tra responsabile per colpa e responsabile a titolo oggettivo dovrebbe detrarsi dall'intero risarcimento del danno una somma tale da costituire un'adeguata sanzione della colpa, poiché il resto rimarrebbe a carico del responsabile a titolo oggettivo. L'opinione di tali Autori è richiamata da C. SALVI, *La responsabilità civile*, cit., 236, il quale, in un lavoro successivo rispetto a quello citato in precedenza, ricorda che «[c]hi ritenga invece sussistente un principio siffatto [n.d.A. un principio che regola le ipotesi di responsabilità diverse dalla colpa in maniera unitaria], rinverrà in esso anche il criterio per la ripartizione della responsabilità solidale in via di regresso: e così l'ampiezza del rischio, o l'entità del pericolo, introdotta da ciascuna attività dannosa». L'Autore a sua volta ritiene, invece, che «l'applicabilità dell'art. 2055, commi 2 e 3, alle ipotesi di responsabilità non per colpa sembra possibile piuttosto per analogia che direttamente, con la conseguenza che l'ammissibilità e l'estensione del regresso potranno fondarsi, in relazione alle caratteristiche della concreta fattispecie, anche su elementi differenti dalla gravità della colpa». Per un'analisi della prima giurisprudenza e di alcune opinioni dottrinali sul punto si v. M. DE ACUTIS, *La solidarietà nella responsabilità civile*, cit., 640 ss. Secondo un altro orientamento, invece, l'obbligazione di regresso dipenderebbe comunque dalla colpa anche nel caso in cui i coautori del danno siano responsabili a titolo oggettivo, poiché in tal senso si esprime il dettato normativo (art. 2055, comma 2, c.c.). Si veda al riguardo in particolare M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, cit., 285 ss. (spec. 289), il quale, partendo da una critica all'opinione tradizionale surrichiamata e alla tesi di chi ha inteso determinare l'obbligazione di regresso «secondo i criteri di imputazione della responsabilità all'esterno», afferma innanzitutto che «altro è l'obbligazione risarcitoria verso il danneggiato; altro, l'obbligazione di regresso: i criteri di imputazione della prima non si trasmettono alla seconda» (*ivi*, 286). Questo significherebbe, innanzitutto, che qualora il responsabile a titolo oggettivo (come il committente, nel caso dell'art. 2049 c.c.) versi in comunque colpa, non potrebbe escludersi l'applicabilità dell'art. 2055, c. 2, c.c., nei rapporti interni, mentre, assumendo l'inapplicabilità di tale norma e del comma 3 del medesimo articolo, che pure presuppone l'esistenza di un comportamento colposo, non potrebbe che rinviarsi alla disciplina dettata in via generale dagli artt. 1298 e 1299 c.c. (*ivi*, 289). In senso parzialmente difforme, A. GNANI, *L'art. 2055 e il suo tempo*, cit., 1038, che pure riconosce l'applicabilità dell'art. 2055, c. 2, c.c., alle ipotesi di responsabilità oggettiva nei confronti del danneggiato, qualora il responsabile versi in colpa. L'Autore infatti ritiene che la norma di chiusura dettata dal comma terzo di tale articolo potrebbe essere applicata per ripartire il danno tra più coresponsabili a titolo oggettivo anche qualora nessuno di essi versi in colpa, fondando, pertanto, l'eventuale diritto di regresso sull'art. 2055 c.c., quale espressione della disciplina generale del regresso nelle obbligazioni solidali. Inoltre, la verifica della sussistenza di una colpa del responsabile a titolo oggettivo sarebbe dirimente ai fini dell'esercizio dell'azione di regresso e dell'applicabilità delle regole dettate dall'art. 2055, commi 2 e 3, c.c., anche nel caso di concorso tra titoli oggettivi e soggettivi di responsabilità. L'Autore ritiene infatti che dalla mancanza di un comportamento colposo del responsabile a titolo oggettivo non potrebbe comunque discendere l'automatico diritto di regresso per l'intero nei confronti del colpevole, dovendosi invece verificare se la colpa di quest'ultimo sia assorbente o meno dell'intero danno e assoggettando l'altro coresponsabile al risarcimento per la differenza. Si segnala, infine, l'opinione, in parte affine a quelle da ultimo ricordate, di C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 652, secondo il quale «se si può escludere la colpa del responsabile oggettivo [...] il carico dell'obbligazione graverà sul colpevole; se invece, permane il dubbio sull'concorrente colpa del coresponsabile [...] il carico si ripartisce in quote eguali tra i coresponsabili».



tendenzialmente, nei vari scenari immaginabili, anche gli altri potenziali corresponsabili risponderanno «per colpa», diversa rilevanza deve essere, invece, attribuita al problema della corretta interpretazione dei criteri dettati dall'art. 2055, comma 2, c.c. La questione circa l'esperibilità dell'azione di regresso da parte del responsabile sulla base di un titolo oggettivo nei confronti di altri corresponsabili a titolo oggettivo o per colpa (e viceversa), assumerà, infatti, limitato rilievo nella materia oggetto di esame, in quanto – di regola – la responsabilità per diffusione di informazioni inesatte al mercato, indipendentemente dal soggetto che concretamente effettua la comunicazione al pubblico, è una responsabilità *per colpa* <sup>(825)</sup>. La ripartizione interna delle quote di responsabilità tra agenzia di rating e altri corresponsabili dipenderà dunque esclusivamente dal significato attribuito alle già ricordate formule «gravità della colpa» e «entità delle conseguenze», sulla base delle quali tale distribuzione deve essere effettuata, e, in un secondo momento, dall'applicabilità del criterio residuale dettato dal terzo comma del medesimo art. 2055 c.c.

Molteplici sono state le interpretazioni proposte circa il significato dell'espressione «gravità della colpa». L'opinione più risalente, adottando una concezione soggettiva della colpa, intesa come riprovevolezza dello stato d'animo che ha accompagnato una condotta priva della diligenza e della prudenza prescritte, faceva riferimento alla tradizionale distinzione tra colpa lievissima, colpa lieve, colpa grave e dolo per determinare, in via generale, l'entità della colpa <sup>(826)</sup>. Taluni hanno però obiettato come tale distinzione sarebbe semplice corollario di una concezione della colpa, quella soggettiva appunto, ormai non più soddisfacente, poiché, da un lato, occorrerebbe comunque valutare la gravità della colpa sulla base della maggiore o minore discrasia tra condotta tenuta e condotta prescritta, e, dall'altro, l'elemento soggettivo rileverebbe non tanto come riprovevolezza dello stato d'animo dell'autore del danno, quanto piuttosto quale eventuale prevedibilità ed evitabilità dell'evento lesivo cagionato dalla condotta <sup>(827)</sup>. Più di recente, tuttavia, la distinzione in parola è stata riletta alla luce della prevalente concezione oggettiva della colpa, acquistando un autonomo significato. In particolare, tralasciando il dolo, che presenta caratteristiche peculiari, si è ritenuto che la gravità della colpa debba essere determinata sulla base dello sforzo, della diligenza e dell'impegno richiesti in relazione a una determinata condotta,

---

<sup>(825)</sup> In tal senso cfr., ad esempio, L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, cit., 283. Al riguardo si rimanda anche al § 2.1. del capitolo 3. Si aggiunge in questa sede che, sia la ricostruzione dottrinale secondo la quale la responsabilità da diffusione di informazioni inesatte discenderebbe dalla violazione di un'obbligazione (di fonte legale) senza prestazione, sia l'opinione secondo la quale la medesima responsabilità sarebbe riconducibile al dettato dell'art. 2043 c.c., presuppongono una responsabilità *per colpa* del soggetto che diffonde l'informazione inesatta al pubblico. Per un esame delle diverse forme di responsabilità (colposa) di coloro che pubblicano informazioni inesatte si veda, ad esempio, G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., *passim*.

<sup>(826)</sup> A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 183 ss.

<sup>(827)</sup> Secondo F.D. BUSNELLI, voce *Illecito civile*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, 9, la teoria della gradualità dell'elemento soggettivo troverebbe la sua propria collocazione nell'ambito della c.d. concezione soggettiva della colpa, in base alla quale ai fini della gravità della colpa occorrerebbe avere riguardo alla riprovevolezza dello stato d'animo dell'autore del danno. Per tale ragione, tale teoria non troverebbe un adeguato inquadramento dogmatico nell'ambito della concezione oggettiva della colpa ormai prevalente e che comunque non si mostrerebbe priva di difetti. Da un lato, infatti, il riferimento allo standard dell'uomo di media diligenza rischierebbe di risolversi in una astrazione difficilmente utilizzabile nel caso concreto, mentre, dall'altro, non potrebbe del tutto prescindere dalla componente soggettiva della colpa. In questo senso, potrebbe dirsi «in colpa chi agisce coscientemente e volontariamente in un certo modo, pur essendo concretamente in grado di prevedere il verificarsi di un evento dannoso che sarebbe stato possibile evitare mediante l'adozione di opportune misure o, se del caso, mediante l'astensione dall'azione» (*ivi*, 10).

potendo così giustificarsi la tradizionale tripartizione tra colpa lievissima, colpa lieve e colpa grave sul diverso grado di diligenza riferibile alla condotta considerata <sup>(828)</sup>.

In questa sede ci si limita a osservare che lungi dall'essere inscindibilmente legata ad una concezione soggettiva della colpa, la colpa grave, ad esempio, ben può essere ricondotta a un significativo scostamento tra il comportamento che il soggetto avrebbe dovuto tenere e quello negligenzemente tenuto e che, per tale ragione, un richiamo alla distinzione tradizionale dei vari gradi della colpa avrebbe forse il pregio di richiamare tutta la riflessione dottrinale e giurisprudenziale in tema di sforzo diligente, prudenza e perizia, che ad essi si ricollega e che al suo interno sicuramente comprende una valutazione dello scostamento tra condotta tenuta e condotta prescritta <sup>(829)</sup>, senza che debba necessariamente ricondursi tale gradualità a un'indagine psicologica del soggetto agente.

Per quanto qui di interesse si osserva, poi, che il tema della gradazione della colpa, ai fini dell'applicazione dell'art. 2055, comma 2, c.c., nell'ambito della responsabilità dell'agenzia di rating si interseca con la prescrizione dell'art. 35-*bis*, par. 1, Regolamento CE n. 1060/2009, secondo la quale, come si è ricordato in precedenza, l'agenzia di rating risponde esclusivamente per dolo o colpa grave, restando, quindi, teoricamente esclusa la responsabilità per colpa semplice. Si potrebbe forse sostenere che, stando al dettato normativo, se priva di rilievo nei rapporti esterni, la colpa semplice a maggior ragione non potrebbe assumerne nei rapporti interni. Potrebbe però ribattersi – come del resto si è sostenuto in relazione alla surrichiamata possibilità che i coautori del danno siano responsabili sulla base di titoli oggettivi oppure alcuni per colpa e altri a titolo oggettivo – che nulla vieterebbe che l'accertamento di un'eventuale colpa semplice, pur se irrilevante nei rapporti esterni, possa in concreto fungere da criterio per determinare la quota parte di danno ascrivibile a ciascun corresponsabile in occasione dell'esercizio dell'azione di regresso <sup>(830)</sup>. A ciò si aggiunga che, secondo l'interpretazione che si è proposta in questo scritto del sintagma «colpa grave» ai sensi dell'art. 35-*bis* (cfr. § 3.1. di questo capitolo), la colpa semplice potrebbe assumere rilievo entro taluni limiti anche nei rapporti esterni, e segnatamente qualora la negligenza *non* sia consistita in un comportamento imperito, con la conseguenza che la distinzione tra i diversi gradi di colpevolezza, inclusa la colpa lieve, potrebbe mostrarsi dirimente in relazione a condotte illecite dell'agenzia di rating poste in essere *non* a fronte di problemi tecnici di speciale difficoltà e che comunque hanno mostrato deficienze diverse da quelle relative alle conoscenze tecniche e alla perizia richieste dalla natura dell'incarico. Tutto ciò confermerebbe, tra l'altro, l'importanza

---

<sup>(828)</sup> Sui diversi gradi della colpa cfr., per tutti, M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 134 ss., il quale afferma poi che «il grado della colpa può influire in sede di regresso ex art. 2055 2° comma, o in caso di concorso ex art. 1227 1° comma, per la disciplina della ripartizione del costo del danno» (*ivi*, 136).

<sup>(829)</sup> Si veda ad esempio M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 129 ss. (spec. 131), il quale ricorda, tra l'altro, che nell'accertamento della colpa-negligenza, se si adotta una concezione oggettiva della colpa, occorre anche valutare la «contrarietà» del comportamento tenuto «ad una regola di condotta apprezzabile sulla base di standard di comportamento o di norme che pongono comandi o divieti espressi» (*ivi*, 129). È evidente, dunque, che la valutazione circa la rispondenza di una data condotta ad uno standard di comportamento, ai fini della sussistenza della colpa, comporterà necessariamente anche un giudizio circa il maggiore o minore scostamento tra condotta tenuta e condotta prescritta. Inoltre, l'Autore ricorda che il concetto di colpa, inteso in senso oggettivo, ricomprende una valutazione della qualità esteriore della condotta valutata ad appurare l'eventuale contrarietà della medesima alle regole di diligenza, prudenza e perizia (*ivi*, 130). Si rammenta, per ragioni di completezza, che la colpa lievissima è da considerarsi insufficiente a integrare l'elemento soggettivo dell'illecito aquiliano secondo l'opinione tradizionale. Pur non rilevando, essa è stata concettualmente distinta dalla colpa lieve e dalla colpa grave proprio in ragione della diversa «entità» dello scostamento tra condotta diligente e condotta in concreto tenuta.

<sup>(830)</sup> Si rimanda, al riguardo, alla precedente nota 824.

dell'adozione di uno standard flessibile, attento alle peculiarità del caso concreto, nell'accertamento della gravità della colpa e dell'entità delle conseguenze derivate dalla condotta dell'agenzia di rating.

Il criterio della gravità della colpa, ai fini della determinazione della «parte» di responsabilità ascrivibile all'agenzia, deve essere, infatti, valutato alla luce delle considerazioni già svolte sulla configurazione e sui problemi di prova dell'elemento soggettivo dell'illecito nei confronti dell'agenzia di rating, tenendo dunque presente che, anche in sede di regresso, potrà farsi ricorso non soltanto al criterio di vicinanza della prova ma anche, e soprattutto, allo strumento della consulenza tecnica d'ufficio. La gravità della colpa dell'agenzia di rating ai fini del regresso dovrà, quindi, essere valutata tenendo presente, da un lato, il mancato rispetto delle norme europee in materia di organizzazione dell'attività di valutazione del merito di credito e di indipendenza (e dunque lo scostamento tra condotta tenuta e condotta prescritta in tali ambiti), e, dall'altro, l'eventuale negligenza, intesa come colpa generica, nello svolgimento dell'attività di rating vera e propria, con riferimento agli standard professionali applicabili. Un importante ausilio ai fini di tale accertamento potrà essere fornito, di volta in volta, dalla consulenza tecnica eventualmente disposta, dall'utilizzo di meccanismi presuntivi di prova e dal ricorso alla regola di giudizio che distribuisce l'onere probatorio anche in relazione alla riferibilità della prova stessa ad una delle parti.

Per quanto riguarda invece l'accertamento dell'entità delle conseguenze che sono derivate dalla condotta, considerato che, come si anticipava, il danno, in via di massima semplificazione, è rappresentato dalla differenza tra il prezzo del titolo pagato (o ottenuto) dall'investitore e il suo valore intrinseco, e che tale differenza solitamente discende dalla diffusione di informazioni inesatte da parte di una molteplicità di soggetti nonché da altri accadimenti di mercato, in linea teorica, occorrerebbe cercare di isolare lo scostamento di prezzo determinato dalla diffusione del rating inesatto dalle ulteriori variazioni prodotte da cause eterogenee, principalmente attraverso lo strumento degli *event studies*, dovendosi richiamare, in questa sede, le considerazioni già svolte in materia di quantificazione del danno da rating (si veda *supra*, § 5.1. di questo capitolo).

Tuttavia, come si ricordava in precedenza <sup>(831)</sup>, è possibile che in concreto la diffusione colposa di un giudizio di rating errato non produca una variazione di prezzo immediatamente valutabile, ovvero che il ricorso agli *event studies* non dissipi ogni incertezza circa la determinazione delle conseguenze derivanti dalla condotta illecita dell'agenzia, così come è possibile che permangano dei dubbi circa l'effettiva gravità della colpa ad essa ascrivibile. Ebbene, è in presenza di queste circostanze che può apprezzarsi un'interpretazione improntata alla flessibilità dei criteri enunciati dall'art. 2055, comma 2, c.c., ferma restando la possibilità di ricorrere alla norma di chiusura prevista dal terzo comma del medesimo articolo qualora la valutazione sulla gravità della colpa o sull'entità delle conseguenze derivate dalla condotta risulti in concreto impossibile. Nonostante il terzo comma ometta il riferimento all'entità delle conseguenze derivate dalla condotta <sup>(832)</sup>, precisando esclusivamente che nel dubbio le singole colpe si presumono uguali, può ritenersi che, qualora la valutazione di cui al secondo comma dia esiti del tutto incerti e non consenta di determinare, nemmeno in via approssimativa <sup>(833)</sup>, né la gravità della colpa

---

<sup>(831)</sup> Si rimanda al § 7. di questo capitolo.

<sup>(832)</sup> Per tale ragione M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, cit., 745, considera tale disposizione «incompleta».

<sup>(833)</sup> Così Cass., 25 giugno 1990, n. 6400, in *Foro it. mass.*, 1990, c. 781. Richiama tale sentenza anche C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 650, nota 18.

dell'agenzia di rating in rapporto a quella degli altri corresponsabili, né l'entità delle conseguenze prodotte da ciascun comportamento colposo, la ripartizione del danno tra i medesimi debba essere effettuata in sede di regresso in parti eguali. Non è, quindi, il solo elemento della colpa a presumersi uguale in caso di dubbio, ma lo è, più in generale, la quota parte di danno attribuibile a ciascun corresponsabile, in applicazione, tra l'altro della regola posta dall'art. 1298, comma 2, c.c., di cui l'art. 2055, comma 3, c.c., è, in un certo senso, una specificazione.

## **10. Il termine di prescrizione dell'azione promossa nei confronti dell'agenzia di rating.**

Alla luce di quanto detto finora in materia di prova della colpevolezza dell'agenzia di rating, di nesso di causalità e di danno patito dall'investitore, la vera differenza tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale dell'agenzia di rating sembra giocarsi, in fin dei conti, sul termine di prescrizione, poiché, nel primo caso sembra applicabile il termine decennale di prescrizione ordinaria, previsto dall'art. 2946 c.c., mentre nel secondo non ci si potrebbe esimere dall'applicare il più breve termine quinquennale previsto dall'art. 2947, comma 1, c.c.

Questa sembra, dunque, l'unica differenza di rilievo discendente dalla qualificazione della responsabilità dell'agenzia di rating in termini contrattuali o extracontrattuali, in assenza di indicazioni provenienti dal legislatore europeo che, con il Regolamento UE n. 462/2013, non si è pronunciato né sull'eventuale decadenza né sulla prescrizione del diritto vantato dall'investitore.

Il problema subirebbe un forte ridimensionamento se si ritenesse applicabile alla responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating l'art. 94 TUF. Se si considera che l'art. 94, comma 11, TUF, prevede che «le azioni risarcitorie» per responsabilità da false informazioni incluse nel prospetto informativo «sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione», il risultato dell'applicazione di tale norma alle società di rating farebbe sì che, stante l'operatività delle regole generali sopra richiamate, in tutti i casi in cui la responsabilità dell'agenzia di rating derivi dall'inserimento di un rating inesatto all'interno di un prospetto informativo, il termine per la proposizione dell'azione sarebbe disciplinato, in maniera unitaria dall'art. 94, comma 11, TUF. Tuttavia, posto che, per le ragioni che sono state evidenziate in precedenza (si v. *supra*, capitolo 4, § 2.3.), non si possono in linea generale ritenere applicabili alle agenzie di rating le norme in materia di responsabilità da prospetto di cui all'art. 94 TUF, non soltanto perde rilievo, ai nostri fini, la discussione circa la natura decadenziale o prescrizione del termine quinquennale posto dall'art. 94, comma 11, TUF<sup>(834)</sup>, ma deve necessariamente riaffermarsi l'operatività delle regole generali in materia di prescrizione<sup>(835)</sup>.

---

<sup>(834)</sup> Sostengono la natura decadenziale del termine in questione, ad esempio, P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, cit., 1085; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 156 ss.; V. SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, cit., 893 s.; ID., *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, cit., 859. Ritengono invece che si tratti di un termine di prescrizione S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, cit., 789; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 241.

<sup>(835)</sup> Il problema dell'applicabilità all'agenzia di rating del termine di prescrizione previsto dall'art. 94, c. 11, TUF, riacquista, tuttavia, importanza qualora si ammetta l'estendibilità analogica dell'art. 94, c. 9, TUF,

Ciò significa non soltanto riaffermare l'applicabilità del termine decennale per la responsabilità contrattuale e del termine quinquennale per quella extracontrattuale, ma anche l'applicabilità delle norme in materia di decorrenza del termine prescrizione. Le regole di diritto comune prevedono che il termine di prescrizione cominci a decorrere dal momento in cui il diritto può essere fatto valere (cfr. art. 2935 c.c.) e, con specifico riferimento alla responsabilità aquiliana, che tale momento debba coincidere con «il giorno in cui il fatto si è verificato» (cfr. art. 2947, comma 1, c.c.), dove per fatto solitamente si intende il realizzarsi delle conseguenze dannose dell'illecito <sup>(836)</sup>. Le norme di diritto comune adottano, pertanto, una formulazione più ampia rispetto, ad esempio, a quella fatta propria dall'art. 94, comma 11, TUF, che, come si è visto, fa decorrere il termine dalla pubblicazione del prospetto (salvo che l'investitore fornisca la prova di aver scoperto la falsità dell'informazione contenuta nel prospetto nei due anni precedenti la proposizione della domanda in giudizio), o di quella adottata dall'art. 15, comma 3, d.lgs. n. 39/2010, in materia di responsabilità del revisore dei conti, dove, infatti, si prevede che «l'azione di risarcimento nei confronti dei responsabili ai sensi del presente articolo si prescrive nel termine di cinque anni dalla data della relazione di revisione sul bilancio d'esercizio o consolidato emessa al termine dell'attività di revisione cui si riferisce l'azione di risarcimento».

Sia con riferimento alla responsabilità da prospetto che con riferimento alla responsabilità del revisore, la scelta del legislatore italiano è stata, dunque, quella di semplificare l'individuazione del *dies a quo* ai fini del computo del termine di prescrizione. Una regola analoga, con riferimento alle valutazioni sul merito di credito diffuse dalle agenzie di rating, potrebbe essere costruita facendo decorrere il termine di prescrizione dalla data di emissione del giudizio di rating (o della sua revisione). Questa soluzione, che pure avrebbe il pregio di una maggiore semplicità e chiarezza, presenterebbe tuttavia anche notevoli problemi, posto che alla data di emissione del giudizio di rating il danno potrebbe non essersi ancora verificato. In particolare, l'investitore potrebbe acquistare o vendere i titoli oggetto del rating anche a qualche giorno, settimana o mese di distanza dall'emissione del giudizio dell'agenzia e, comunque, il momento del compimento di tali operazioni potrebbe non coincidere con il momento di verifica del danno. Una regola che ancorasse il termine di prescrizione alla data di emissione del giudizio andrebbe, pertanto, fortemente a svantaggio dell'investitore; renderebbe inoltre difficilmente esperibile l'azione in giudizio e concretamente vana la tutela apprestata, comportando, in definitiva, un eccessivo sacrificio delle ragioni dell'investitore.

Non pare, dunque, ammissibile né desiderabile uno scostamento dalle regole generali in materia di decorso del termine di prescrizione. Del resto, come si è osservato in relazione alla deroga introdotta dall'art. 15, d.lgs. n. 39/2010, in materia di responsabilità

---

ai casi in cui l'agenzia di rating fornisce un contributo decisivo alla realizzazione delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti (sul punto, si v. *supra*, capitolo 4, § 2.5.). L'estensione alle agenzie di rating del regime di responsabilità da prospetto previsto dall'art. 94 TUF per il responsabile del collocamento comporta, infatti, l'applicazione del medesimo regime di prescrizione previsto per l'azione esperita contro quest'ultimo.

<sup>(836)</sup> Al riguardo, M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, cit., 895 s., ricorda che il termine «fatto», dell'espressione «il giorno in cui il fatto si è verificato» cui fa riferimento l'art. 2947, comma 1, c.c., ai fini dell'individuazione del *dies a quo* della prescrizione, può interpretarsi sia come «evento dannoso» e, dunque, come momento in cui si verifica la lesione dell'interesse meritevole di tutela, sia come il momento in cui si realizza la perdita economica da risarcire. Quest'ultima opinione è ormai generalmente accolta, sulla base della considerazione del fatto che il solo evento lesivo, in assenza di una perdita economica, non è in grado di far sorgere il diritto al risarcimento del danno, diritto della cui prescrizione si discorre.

del revisore, molti sarebbero i dubbi di legittimità costituzionale che potrebbero sollevarsi ragionando diversamente <sup>(837)</sup>.

La disciplina codicistica della prescrizione è, infatti, dettata a tutela di interessi generali <sup>(838)</sup>. Poiché il momento in cui il danno diventa noto e il diritto può essere fatto valere – momento in cui scatta il termine di prescrizione secondo la disciplina ordinaria – può essere lontano nel tempo sia rispetto all’emissione o revisione del giudizio, sia rispetto all’operazione di acquisto, mantenimento o vendita del titolo, non paiono esservi alternative convincenti alle regole dettate dall’art. 2935 c.c. e dall’art. 2497, comma 1, c.c., che della prima norma è, in fin dei conti, una specificazione.

Inoltre, parrebbe potersi fare altresì riferimento all’acquisita elaborazione giurisprudenziale in materia di danno “lungo-latente” <sup>(839)</sup>, la quale – nonostante parte della dottrina e della giurisprudenza continuino ad affermare che gli impedimenti di fatto non precludono, salvo che nei casi previsti dalla legge, la decorrenza del termine di prescrizione – con specifico riferimento al diritto al risarcimento del danno «ormai ammette che la prescrizione di tale diritto è impedita dall’ignoranza del danneggiato che non abbia piena conoscenza del danno e dei suoi autori» <sup>(840)</sup>, al fine di dare il giusto rilievo al fatto che tra l’emissione del rating e il manifestarsi delle conseguenze dannose per l’investitore potrebbe trascorrere un lungo lasso di tempo.

In definitiva, dunque, e pur con le precisazioni fatte sinora, il decorso del termine di prescrizione del diritto nei confronti dell’agenzia di rating sembra regolato dalle regole generali poste dagli artt. 2935 e 2947, comma 1, c.c., c.c. e, per tale ragione, la prescrizione decorrerà dalla data in cui in concreto il diritto (al risarcimento) può essere fatto valere poiché il fatto si è, appunto, verificato <sup>(841)</sup>. In altre parole, «il fatto dannoso sussiste e

---

<sup>(837)</sup> M. BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all’ombra degli LAS e delle direttive comunitarie*, cit., 1171, ritiene, ad esempio, che il regime di prescrizione previsto dall’art. 15 d.lgs. n. 39/2010, in base al quale il termine decorre dalla relazione di revisione e non dalla cessazione dell’incarico, come invece previsto per amministratori e sindaci, potrebbe essere ritenuto costituzionalmente illegittimo per violazione dell’art. 3 Cost in quanto creerebbe una disparità di trattamento rispetto al regime di prescrizione applicabile all’azione di responsabilità nei confronti dei titolari di cariche sociali.

<sup>(838)</sup> L’esigenza di tutelare interessi generali, quali la certezza del diritto, determina il carattere *inderogabile* della disciplina della prescrizione, come osserva C.M. BIANCA, *Diritto civile. VII. Le garanzie reali. La prescrizione*, Milano, 2012, 528. Ritiene invece che la prescrizione abbia la fondamentale funzione di tutelare il soggetto passivo del rapporto, piuttosto che la certezza dei rapporti giuridici, P.G. MONATERI, *Natura, regime e scopi della prescrizione*, in P.G. MONATERI – C. COSTANTINI, *La Parte Generale del Diritto Civile. 5. La Prescrizione*, in *Trattato di Diritto Civile*, diretto da R. Sacco, Torino, 2009, 30.

<sup>(839)</sup> Si v., in argomento, Cass., 28 gennaio 2004, n. 1547, in *Danno e resp.*, 2004, 389, con nota di P.G. MONATERI, *La prescrizione e la sua decorrenza dal fatto: una sentenza da elogiare*. Secondo la Suprema Corte, nell’ipotesi di responsabilità aquiliana, «il rigore dei ristretti limiti temporali stabiliti, per l’ipotesi di danno rimasto ignoto al soggetto leso, è temperato, nell’interpretazione datane con l’indirizzo giurisprudenziale richiamato [dalla Corte che ha pronunciato la sentenza impugnata], dallo spostamento del *dies a quo* di decorrenza della prescrizione dal momento del verificarsi del fatto lesivo e, quindi, dell’insorgenza del diritto, a quello di manifestazione esteriore della lesione e, quindi, della cognizione dell’esistenza del diritto e della possibilità del suo esercizio» (*ivi*, 390). La Suprema Corte, pur ricordando l’indirizzo giurisprudenziale in parola, mostra, tuttavia, di non condividerlo ritenendo che la tesi secondo la quale il termine di prescrizione decorrerebbe non dalla data del fatto illecito, ma dal diverso momento in cui il danneggiato ha conoscenza del danno, non meriterebbe adesione. Più di recente, tuttavia, tale indirizzo è stato ribadito, ad esempio, da Cass., 11 giugno 2014, n. 13234, in banca dati *dejure*, e da Cass., 24 settembre 2014, n. 20112, in banca dati *dejure*; entrambe in materia di responsabilità da trasfusione di emoderivati infetti.

<sup>(840)</sup> C.M. BIANCA, *Diritto civile. VII. Le garanzie reali. La prescrizione*, cit., 571.

<sup>(841)</sup> E quindi dal momento in cui tale diritto sia esistente, esigibile e possa essere esercitato, come chiarisce C.M. BIANCA, *Diritto civile. VII. Le garanzie reali. La prescrizione*, cit., 556. Giunge ad analoghe conclusioni, con riferimento all’azione di responsabilità contro amministratori e sindaci, S. AMBROSINI, *Le*

determina il decorso della prescrizione [...], ogniqualvolta, secondo una valutazione oggettiva della situazione, si deve supporre che qualsiasi persona, in quelle condizioni di tempo e di luogo, avrebbe potuto rendersi conto di essere titolare del diritto al risarcimento da azionare»<sup>(842)</sup>. Per tale ragione, la prescrizione decorrerà dal momento in cui l'investitore sopporti una perdita economica dovuta all'inesattezza del giudizio di rating, di cui egli è (o dovrebbe essere) a conoscenza.

---

*azioni di responsabilità*, in S. AMBROSINI – G. CAVALLI – A. JORIO, *Il fallimento*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, XI, Padova, 2009, 754.

<sup>(842)</sup> M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, cit., 899.

## BIBLIOGRAFIA

- A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, in *Danno e Resp.*, 2003, 353;
- G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale per violazione di un obbligo di informazione*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 27;
- F. AGNINO, *La responsabilità medica: lo stato dell'arte della giurisprudenza tra enforcement del paziente ed oggettivazione della responsabilità sanitaria*, in *Corr. giur.*, 2011, 628;
- G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in 84 *Q. J. Econ.* 488, 1970;
- G.J. ALEXANDER – W.F. SHARPE – J.V. BAILEY, *Fundamentals of Investments*, Upper Saddle River, 2001;
- G. ALPA, *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, 359;
- G. ALPA – M. BESSONE – V. ZENO-ZENCOVICH, *I fatti illeciti*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 14, Torino, 1995;
- S. AMBROSINI, *Le azioni di responsabilità*, in S. AMBROSINI – G. CAVALLI – A. JORIO, *Il fallimento*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, XI, Padova, 2009;
- S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 339;
- B. ANDÒ, *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Profili comparatistici*, Milano, 2008;
- C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate. Atti del Convegno di Studio. Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998*, a cura di F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 249;
- C. ANGELICI, voce *Rapporti contrattuali di fatto*, in *Enc. giur.*, Roma, XXIX, 1993, 1;
- A. ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, nota a Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, in *Soc.*, 2011, 414;
- F. ANNUNZIATA, *Lowering expectations on ratings: a comment on Claire Hill's and Bénédicte François' reports*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 69;
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012;
- J. ARMOUR – J.A. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, 2006, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- O. ASCARI, *Appunti sulla responsabilità solidale passiva ex art. 2055 c.c. in relazione all'art. 187 c.p.v. c.p.*, nota a Cass., 16 marzo 1953, in *Riv. it. dir. pen.*, 1954, 667;
- ASSONIME, *Circolare n. 16. Il testo unico della revisione legale*, 3 maggio 2010;
- G. BALP, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art 12 – Elaborazione dei principi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 145;
- P. BALZARINI, *Commento all'art. 164*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, II, Milano, 1999, 1929;



- S. BALZOLA, *La responsabilità contrattuale del revisore contabile: obbligazione di mezzo o di risultato?*, in *Giur. it.*, 2006, 2334;
- B.M. BARBER – P.A. GRIFFIN – B. LEV, *The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency*, in *the Journal of Corporation Law*, winter 1994, 285, disponibile anche su <http://faculty.gsm.ucdavis.edu/~bambarber/Paper%20Folder/JCL%20Fraud%20on%20the%20Market.pdf>;
- E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003;
- R. BASSO, *Amo et odi: il regolatore e la "buona reputazione" delle agenzie di rating*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 361;
- L.A. BEBCHUCK – A. FERREL, *Rethinking Basic*, in 69 *Bus. Law* 671, 2014, e disponibile anche su <http://www.ssrn.com>;
- F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 1963;
- C.M. BIANCA, *Diritto civile. VII. Le garanzie reali. La prescrizione*, Milano, 2012;
- C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, Milano, 1994;
- C.M. BIANCA, *Diritto civile. IV. L'obbligazione*, Milano, 1993;
- C.M. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni (art. 1218-1229)*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1979;
- F. BONELLI, *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, 1979, 968;
- P. BONGINI – L. LAEVEN – G. MAJNONI, *La capacità del mercato di individuare i rischi di fragilità bancaria: un confronto tra differenti indicatori*, in *Banca, impresa, società*, 2001, 255;
- E. BONVICINI, *La responsabilità per i danni nel diritto delle obbligazioni*, I, Milano, 1963;
- F.A. BOTTINI JR., *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in 30 *San Diego L. Rev.* 579, 1993;
- S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. credito*, 2008, I, 785;
- S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000;
- T. BUSH – S. SUNDER – S. FEARNLEY, *Auditor Liability Reforms in the UK and the US: a Comparative Review*, August 2007, 9-11, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539;
- F.D. BUSNELLI, voce *Illecito civile*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, 1;
- F.D. BUSNELLI, *L'obbligazione soggettivamente complessa. Profili sistematici*, Milano, 1974;
- F. BUSONI, *L'onere della prova nella responsabilità del professionista*, Milano, 2011;
- M. BUSSANI, *La colpa soggettiva. Modelli di valutazione della condotta nella responsabilità extracontrattuale*, Padova, 1991;

- M. BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all'ombra degli LAS e delle direttive comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2011, 1116;
- M. BUSSOLETTI, voce *Società di revisione*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 1080;
- M. BUSSOLETTI, *Le società di revisione*, Milano, 1985;
- G.M. BUTA, *La revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 15 – Responsabilità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 160;
- G.M. BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle s.p.a.*, Torino, 2005;
- G.M. BUTA, *La responsabilità civile dei revisori nei confronti dei terzi nella common law*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, I, 342;
- G.M. BUTA, *Commento all'art. 164*, in *Testo Unico della Finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, \*\*, Torino, 2002, 1353;
- G. CALABRESI, *Funzione e struttura dei sistemi di responsabilità medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 43;
- R. CALDARONE – G. TUCCI, *La responsabilità nell'esercizio dell'attività di revisione e certificazione del bilancio: prime pronunce della giurisprudenza e tendenze evolutive*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 294;
- R. CANTOR – F. PACKER, *The Credit Rating Industry*, in *FRNBY Quarterly Review*, Summer-Fall 1994, 1, disponibile anche su [http://www.newyorkfed.org/research/quarterly\\_review/1994v19/v19n2article1.html](http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.html);
- 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 *Banca borsa tit. credito*, 2008, I, 20;
- V. CARBONE, *La quantificazione del danno*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 8;
- U. CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*, nota a Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, 2002, 118;
- U. CARNEVALI, *In tema di c.d. responsabilità da prospetto delle banche*, in *Corr. giur.*, 1989, 1003;
- U. CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. e impr.*, 1988, 83;
- G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1988, 307;
- C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006;
- C. CASTRONOVO, *La responsabilità civile in Italia al passaggio del millennio*, in *Europa e diritto privato*, 2003, 123;
- C. CASTRONOVO, *Le frontiere mobili della responsabilità civile*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1989, 539;
- G. CATTANEO, *Recensione a G. Ferrarini, La responsabilità da prospetto, Informazione societaria e tutela degli investitori (Quaderni di «Giurisprudenza Commerciale», n. 78)*, Giuffrè, Milano, in *Quadrimestre*, 1986, 429;
- G. CATTANEO, *La responsabilità medica nel diritto italiano*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 9;
- M. CERA, *Offerte di acquisto o di vendita di azioni e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di P. Auteri, Milano, 1991, 113;

- M. CERA, *La Consob*, Milano, 1986;
- S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, in 92 *Nw. U.L. Rev.* 916, 1998;
- G. CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, Padova, 1966;
- J.C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, 2010, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- J.C. COFFEE JR., *Turmoil in the U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies, Hearing Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, 110<sup>th</sup> Cong. 5, 2008, disponibile su [http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=94ccc2ab-8401-4e4c-a1b2-71f36a9fd25b](http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=94ccc2ab-8401-4e4c-a1b2-71f36a9fd25b);
- J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006;
- J.C. COFFEE JR., *Causation by presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in 60 *Bus. Law.* 533, 2005;
- J.C. COFFEE JR., *Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms*, in 84 *Boston University L. Rev.* 301, 2004;
- J.C. COFFEE JR., *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 2003, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- J.C. COFFEE JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, 2002, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- C. COMPORTI, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, 531;
- M. COMPORTI, *Esposizione al pericolo e responsabilità civile*, Napoli, 1965;
- E. COSENZA, *Is the Third Time the Charm? Janus and the Proper Balance Between Primary and Secondary Actor Liability under Section 10(b)*, in 33 *Cardozo L. Rev. De Novo* 1019, 2012;
- N. COVIELLO, *Del caso fortuito in rapporto alla estinzione delle obbligazioni*, Lanciano, 1895;
- A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, Cheltenham, UK – Northampton, USA, 2013;
- D. DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, in *Colum. Bus. L. Rev.* 605, 2009;
- M. DE ACUTIS, *La solidarietà nella responsabilità civile*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, II, 525 e 621;
- C. DEATS, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation?*, in 110 *Colum. L. Rev.* 1818, 2010, disponibile anche su [http://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2010/11/110-7\\_Deats.pdf](http://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2010/11/110-7_Deats.pdf);
- P. DE'CAPITANI DI VIMERCATE, *Il regime probatorio*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visentini, III, Padova, 2009, 755;
- A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, Milano, 1979;
- A. DE CUPIS, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1971;
- A. DE CUPIS, *I fatti illeciti*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da G. Grosso e F. Santoro-Passarelli, IV, 4, Milano, 1961;

- G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 105;
- M. DE LUCA, *Diritto delle prove e processo del lavoro nel nuovo corso della giurisprudenza*, in *Il lavoro nella giurisprudenza*, 2009, 977;
- A. DE NICOLA, *Commento all'art. 2395 c.c.*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Milano, 2005, 657;
- K. DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build Up to the Financial Crisis*, in 63 *U. Miami L. Rev.* 1111, 2009;
- T. DE VITIS, *Le società di rating*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C. Pisanti, Milano, 2005, 229;
- D. DI BAIA, *Il rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C. Pisanti, Milano, 2005, 215;
- V. DI CATALDO, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 385;
- L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 275;
- L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012;
- A. DI MAJO, *Ingiustizia del danno e diritti non nominati*, nota a Cass. 4 maggio 1982, n. 2765, in *Giust. civ.*, 1982, I, 1749;
- T. DI MARCELLO, *La responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*, nota a Cass., 18 luglio 2002, n. 10403, in *Giur. comm.*, 2003, II, 449;
- C. DI NANNI, *Competenze e responsabilità della società di revisione*, in *I controlli esterni nelle società quotate. Ordinamenti ed esperienze a confronto. Atti del convegno (23 giugno 2003)*, a cura di C. Amatucci, Milano, 2005, 143;
- L. DITTRICH, *La ricerca della verità nel processo civile: profili evolutivi in tema di prova testimoniale, consulenza tecnica e fatto notorio*, in *Riv. dir. proc.*, 2011, 108;
- F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 488;
- F.C. DUNBAR – D. HELLER, *Fraud on The Market Meets Behavioral Finance*, in 31 *Del. J. Corp. L.* 455, 2006;
- M. DUNI, *Responsabilità da fatti illeciti. Solidarietà. Regresso. Concorso di colpa della vittima e diminuzione del risarcimento*, in *Giust. civ.*, 1966, IV, 57;
- J.W. EISENHOFER – G.C. JARVIS – J.R. BANKO, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, in 59 *Bus. Law.* 1419, 2004;
- J. ENGELS, *Rating Agencies in Germany – BAFIN's approach*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 53;

- D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, in 68 *Fordham L. Rev.*, 2000, 1781;
- G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009;
- G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 2008, 164;
- G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *La Responsabilità Civile*, 2007, 679;
- G. FACCI, *L'obbligazione di risultato del progettista al vaglio delle Sezioni Unite*, nota a Cass. SS.UU., 28 luglio 2005, n. 15781, in *La Responsabilità Civile*, 2006, 236;
- E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: II*, in *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 5, 1991, 1575;
- E.F. FAMA – M.H. MILLER, *The theory of finance*, Hinsdale (IL), 1972;
- M. FATIGATO, *Sulla responsabilità della società di revisione: spunti minimi dal «caso» Parmalat*, nota a Trib. Milano, 4 novembre 2008, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2011, 53;
- G. FAUCEGLIA, *Intervento*, in in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 253;
- G. FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e «self listing»*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 11;
- G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10\*\*, Torino, 1993, 3;
- G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di P. Auteri, Milano, 1991, 65;
- G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, nota a Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 585;
- G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto delle banche*, in *Banca borsa tit. credito*, 1987, I, 437;
- G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986;
- G. FERRARINI, *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca borsa tit. credito*, 1982, I, 215;
- F. FERRARIS, *La testimonianza tecnica*, in *Riv. dir. proc.*, 2012, 1231;
- A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, in 63 *Bus. Law.* 163, 2007;
- G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2014;
- P. FIORIO, *La responsabilità della società di revisione nei confronti degli azionisti e degli obbligazionisti, note a margine del caso "Parmalat"*, nota a Trib. Milano, 4 novembre 2008, in *Giur. it.*, 2009, 1979;
- P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, 2012, 1057;
- L. FOLLIERI, *Obbligazioni di mezzi e di risultato nella prestazione del progettista-direttore dei lavori*, nota a Cass. SS.UU., 28 luglio 2005, n. 15781, in *Obbligazioni e Contratti*, 2006, 719;

- P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, Padova, 1983;
- P. FORCHIELLI, *Il problema della colpa medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 105;
- P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, Padova, 1960;
- S. FORTUNATO, *Commento all'art. 2409-ter*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 813;
- S. FORTUNATO, *Commento all'art. 2409-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 845;
- S. FORTUNATO, *La certificazione dei bilanci. Profili giuridici*, Napoli, 1985;
- M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Journal of Corporation Law*, 2006, 829, disponibile anche su <http://lesliecaton.com/wordpress/wp-content/uploads/2012/01/5-Fox-FINAL.pdf>;
- B. FRANÇOIS, *Les agences de notation en France*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 19;
- E. FRANZA, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contratti*, 2009, 74;
- M. FRANZONI, *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. Franzoni, I, Milano, 2010;
- M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. Franzoni, II, Milano, 2010;
- M. FRANZONI, *Solidarietà e parziarietà nel risarcimento del danno*, in *La Responsabilità Civile*, 2009, 949;
- M. FRANZONI, *L'illecito civile*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. Franzoni, I, Milano, 2004;
- M. FRANZONI, *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002, 110;
- M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti (art. 2043-2059)*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1993;
- L. FREEMAN, *Who's guarding the gate? Credit-Rating Agency liability as "Control Person" in the Subprime Credit Crisis*, in 33 *Vt. L. Rev.* 585, 2009;
- C.A. FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, 2006, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impr.*, 2012, 181;
- A. FUSARO, *Informazioni inesatte e danno alla "reputazione" d'impresa: le variabili della responsabilità*, in *La Responsabilità Civile*, 2009, 355;
- M. GALARDO, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 357;
- D. GALLETTI, *Commento all'art. 2*, in *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, commentario a cura di A. Maffei Alberti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, II, 1024;

- C. GIAMMARINARO, *Gravità della colpa, perizia e diligenza nell'attività medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 117;
- R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in 70 *Virginia L. Rev.* 459, 1984;
- M. GIRETTI, *Il revisore che sbaglia paga: ma quanto e a chi?*, in *Danno e resp.*, 2000, 481;
- P. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Soc.*, 2011, 1451;
- P. GIUDICI, *Auditors' Multi-Layered Liability Regime*, maggio 2010, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>;
- P. GIUDICI, *La nuova disciplina della revisione legale*, in *Soc.*, 2010, 533;
- P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008;
- P. GIUDICI, *Il dibattito sulla limitazione di responsabilità delle società di revisione: la prospettiva italiana*, in AA.VV., *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre 2006)*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventrone, Milano, 2007, 965;
- A. GNANI, *La responsabilità solidale*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2005;
- A. GNANI, *L'art. 2055 c.c. e il suo tempo*, in *Danno e resp.*, 2001, 1031;
- M. GORGONI, *Gli obblighi sanitari attraverso il prisma dell'onere della prova*, nota a Cass., 26 gennaio 2010, n. 1538, in *La Responsabilità Civile*, 2010, 668;
- E. GRANATA, *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 375;
- G. GUCCIARDI, *Contratto di trasporto – Responsabilità del vettore per sinistro – Azione per colpa contrattuale o extracontrattuale*, in *Foro it.*, 1958, IV, c. 238;
- G. HAUPT, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, edizione italiana di G. Varanese, Torino, 2012;
- C.A. HILL, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 1;
- C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in 82 *Washington Univ. Law Quart.* 43, 2004, disponibile anche su <http://www.ssrn.com>;
- C.A. HILL, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, in 35 *Conn. L. Rev.* 1145, 2003;
- 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 L. Rev.* 109, 2009, disponibile anche su <http://www.ssrn.com>;
- J.P. HUNT, *Proposed Regulatory Solution: One Cheer For Credit Rating Agencies: How the Mark-to-Market Accounting Debate Highlights the Case For Rating-Dependent Capital Regulation*, in 60 *S.C. L. Rev.* 749, 2009;
- G. HUSISIAN, *What Standard of Care should govern the world's shortest editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in 75 *Cornell L. Rev.* 411, 1990;
- A. IRACE, *L'attività di revisione contabile*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni-Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, 1149;

- P.G. JAEGER, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 283;
- R. JOHNSON, *An Examination of Rating Agencies' Actions Around the Investment-Grade Boundary*, in *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Papers*, 2003, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- M. KAHAN, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, in 89 *Nw. U. L. Rev.* 565, 1995;
- J.M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, in 67 *La. L. Rev.* 257, 2006;
- M.J. KAUFMAN – J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, in 63 *Ala. L. Rev.* 275, 2012;
- M.A. KITSON, *Controversial Orthodoxy: the Efficient Capital Market Hypothesis and Loss Causation*, in 18 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 191, 2012;
- B.J. KORMOS, *Quis custodiet ipsos custodes? Revisiting Rating Agency Regulation*, in *Int'l Bus. L. J.* 569, 2008;
- C.R. KORSMO, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, in 25 *Wm. & Mary L. Rev.* 1111, 2011;
- R.H. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy*, in 2 *J. Law Econ. & Org.* 53, 1986;
- C. KUHNER, *Financial Rating Agencies: Are They Credible? Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk*, in 53 *Schmalenbach Business Review* 2001, 2;
- D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, *Georgetown Law and Economics Research Paper No. 1026361*, 2007, disponibile su [http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1042&context=fwps\\_papers](http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1042&context=fwps_papers), e su <http://www.ssrn.com>;
- R. LENER – M. RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 353;
- F. LENOCI, *Principi di revisione e valutazione professionale del revisore*, in *Soc.*, 1984, 1406;
- M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 151;
- L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *Securities Regulation*, I, New York, 2006;
- F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 215;
- E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 911;
- J.R. MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, in 89 *Cornell L. Rev.* 394, 2004;
- J.R. MACEY – J.P. MILLER – M.L. MITCHELL – J.F. NETTER, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, in 77 *Virginia L. Rev.* 1017, 1991;
- J.R. MACEY – G.P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market theory*, in 42 *Stan L. Rev.* 1059, 1990;



- M. MAGGIOLO, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 39;
- P. MARCHETTI, *Note sul prospetto informativo*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di P. Auteri, Milano, 1991, 43;
- M. MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente e (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, nota a Trib. Milano, 1 luglio 2011, n. 8790, in *Obbligazioni e contratti*, 2012, 346;
- M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti*, 2010, 289;
- M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *La Responsabilità Civile*, 2008, 635;
- V. MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*, nota a Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Corr. giur.*, 2001, 1569;
- B. MASTERS, *Cases not always easy for the rating agencies*, nel *Financial Times* del 2 novembre 2012, disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/807b2362-275a-11e2-9863-00144feabdc0.html>;
- M. MAUGERI, *Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra "tentazioni" pubblicistiche ed enforcement privatistico*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 261;
- A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 209;
- A. MAZZONI, *Le lettere di patronage*, Milano, 1986;
- L. MENGONI, voce *Responsabilità contrattuale (diritto vigente)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 1072;
- L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 360, recentemente ripubblicato in L. MENGONI, *Scritti II. Obbligazioni e negozio*, a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011, 267;
- L. MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*. (*Studio Critico*), in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 185, recentemente ripubblicato in L. MENGONI, *Scritti II. Obbligazioni e Negozio*, a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011, 141;
- L. MENGONI, *Inadempimento delle obbligazioni. Rassegna critica di giurisprudenza (1943-1946)*, in *Temi*, 1946, 566, e recentemente ripubblicato in L. MENGONI, *Scritti II. Obbligazioni e negozio*, a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011, 3;
- P.G. MONATERI, *Natura, regime e scopi della prescrizione*, in P.G. MONATERI – C. COSTANTINI, *La Parte Generale del Diritto Civile. 5. La Prescrizione*, in *Trattato di Diritto Civile*, diretto da R. Sacco, Torino, 2009, 1;
- P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 511, e in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 389;
- P. MONTALENTI, *Tutela dell'investitore e del mercato: false informazioni da prospetto e autorità di vigilanza*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2002, II, 449;
- P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, \*\*, Bologna, 2010;

- A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, in *Berkeley Business Law Journal*, vol. 3, no. 2, 2006, 339, disponibile anche su <http://www.ssrn.com>;
- C.L. MULLIGAN, *From AAA to F: How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protect Investors*, in 50 *B.C. L. Rev.* 1275, 2009;
- A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, in 62 *Okl. L. Rev.* 735, 2009;
- S.C. MYERS – N.S. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have*, in 13 *J. Fin. Econ.* 187, 1984;
- A. NICOLUSSI, *Sezioni sempre più unite contro la distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi. La responsabilità del medico*, nota a Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Danno e resp.*, 2008, 871;
- M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000;
- M. ORLANDI, *La responsabilità solidale. Profili delle obbligazioni solidali risarcitorie*, Milano, 1993;
- L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 121;
- G. OSTI, *Revisione critica della teoria sull'impossibilità della prestazione*, in *Scritti giuridici*, I, Milano, 1973, 3;
- K. Ó SÚILLEABHÁIN, *Who Will Watch the Watchmen? Rating-Agency Liability in Securities Litigation*, in *Securities Litigation Journal*, vol. 20, 4, 2010, disponibile anche su <http://law.capital.edu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=19466>;
- M. PAIARDINI, Nota a Trib. Milano, 25 luglio 2008, in *Banca borsa tit. credito*, 2011, 109;
- A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, nota a Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Foro it.*, 2001, I, c. 1141;
- R. PARDOLESI, *Il diavolo nei dettagli: le molte insidie della quantificazione del danno patrimoniale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 5;
- F. PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and EU perspectives*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 75;
- F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. Comm.*, 2013, II, 472;
- F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 121;
- G. PARTESOTTI, voce *Società di revisione*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1993, 1;
- F. PARTNOY, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, *San Diego Legal Studies Paper No. 09-015*, 2009, 1, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, in *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, 2006, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- F. PARTNOY, *The Paradox of Credit Ratings*, in *University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper no. 20*, 2001, disponibile su <http://www.ssrn.com>;

- F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 3, 1999, 619, disponibile anche su <http://www.ssrn.com>;
- T.J. PATE, *Triple-A Ratings Stench: May The Credit Rating Agencies Be Held Accountable?*, in 14 *Barry L. Rev.* 25, 2010;
- R. PATERNÒ, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 399;
- E. PELLECCIA, *A proposito di solidarietà e scindibilità*, nota a Cass., 26 settembre 1995, n. 10153, in *Resp. civ. e prev.*, 1996, 653;
- M.C. PERCHINUNNO, *Il danno da lesione dell'affidamento suscitato dalla lettera di patronage*, in *Contr. e impr.*, 2006, 611;
- A. PERRONE, *Le società di rating*, in AA.VV., *Le società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 1023;
- A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003;
- A. PERRONE, *Falsità in prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca borsa tit. credito*, 2002, II, 19;
- L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 189;
- L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 713;
- A.R. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in 54 *Am. J. Comp. L.* 341, 2006;
- M. POGLIANI, *Responsabilità e risarcimento da illecito civile*, Milano, 1964;
- V. POLACCO, *Le obbligazioni nel diritto civile italiano*, Roma, 1914;
- G. PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 441;
- G. PONZANELLI, *Responsabilità civile e mercato finanziario*, in *Danno e resp.*, 2002, 98;
- G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità*, in *Danno e resp.*, 1998, 852;
- G. PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile. Studio di diritto comparato*, Milano, 1984;
- G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa tit. credito*, 1982, I, 3;
- M. PORZIO, *Alcune domande in tema di rating*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 383;
- R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, in 44 *Loyola University of Chicago Law Journal* 1509, 2013;
- G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, 65;
- G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, 160;
- G. PRESTI, *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale*, in *Soc.*, 2005, 302;

- L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 455;
- F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le operazioni bancarie*, a cura di G.B. Portale, I, Milano, 1978, 257;
- P. RESCIGNO, *Fondamenti e problemi della responsabilità medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 67;
- A.K. RHODES, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-placed Reliance or Free-market Interference?*, in 20 *Seton Hall Legis J.* 293, 1996;
- M. RISPOLI FARINA, *Profilo evolutivo del ruolo del rating e prospettive di riforma*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 299;
- S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967;
- M. RONDINELLI, *Per un ripensamento della responsabilità civile dei revisori*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 629;
- R. ROSAPEPE, *Intervento*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 173;
- A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 291;
- V. SALAFIA, *Alcune questioni in tema di revisione contabile istituita volontariamente*, in *Soc.*, 1998, 1171;
- C. SALVI, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2005;
- C. SALVI, voce *Responsabilità extracontrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 1186;
- V. SANGIOVANNI, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, in *La Responsabilità Civile*, 2011, 852;
- V. SANGIOVANNI, *Obbligazioni Lehman Brothers e tutele degli investitori*, nota a Trib. Venezia, 5 novembre 2009, in *Contratti*, 2010, 221;
- V. SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. merito*, 2010, 881;
- P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011;
- C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, 764;
- A. SCARSO, *La riforma del regime di responsabilità del revisore contabile: a proposito di una recente proposta della commissione (liability cap v. proportionate liability)*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 1226;
- S.L. SCHWARCZ, *Disclosure Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, *Duke Law School Legal Studies Research Paper no. 203*, march 2008, 1109, disponibile su <http://www.ssrn.com>;
- S.L. SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, in *Univ. of Ill. L. Rev.*, 1, 2002;
- G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 695;

- J. SELIGMAN, *The Transformation of Wall Street. A History of the Securities Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, New York, 2003;
- G. SHORTER – M.V. SEITZINGER, *Credit Rating Agencies and their Regulation*, in *Credit Rating Agencies. Regulation and Reform Act Review*, New York, 2012;
- N. SQUILLACE, *Cartolarizzazione dei crediti e sollecitazione all'investimento*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999, 153;
- G. STRAMPELLI, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 11 – Principi di revisione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 138;
- T.M. SULLIVAN, *Federal Preemption and the Rating Agencies: Eliminating State Law Liability to Promote Quality Ratings*, in 94 *Minn. L. Rev.* 2136, 2010;
- N. SUSI, *La vigilanza sulle agenzie di rating e le innovazioni introdotte dalle recenti modifiche al regolamento europeo*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 373;
- A. TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*, in *Corr. giur.*, 2004, 938;
- 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 *Contr. e impr.*, 2005, 930;
- G. TRAVAGLINO, *Il danno patrimoniale extracontrattuale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 45;
- P. TRIMARCHI, *Il contratto: inadempimento e rimedi*, Milano, 2010;
- P. TRIMARCHI, voce *Illecito (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XX, Milano, 1970, 90;
- P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961;
- P. VALENSISE, *Commento agli artt. 161-164*, in AA.VV., *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 867;
- G. VARANESE, *Commiato dalla teoria dei rapporti contrattuali di fatto*, in G. HAUPT, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, edizione italiana di G. Varanese, Torino, 2012;
- G. VENEZIAN, *Danno e risarcimento fuori dei contratti*, in *Studi sulle obbligazioni*, I, Roma, 1918;
- M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003;
- G. VILLA, *La quantificazione del danno contrattuale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 37;
- G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 707;
- U. VIOLANTE, *La responsabilità parziaria*, Napoli, 2004;
- U. VIOLANTE, *Responsabilità solidale e responsabilità parziaria*, in *Danno e resp.*, 2001, 460;
- G. VISINTINI, *La Suprema Corte interviene a dirimere un contrasto tra massime (in materia di onere probatorio a carico del creditore vittima dell'inadempimento)*, in *Contr. e impr.*, 2003, 903;
- C. VON BAR, *The common european law of tort*, Oxford, 1998;

L.J. WHITE, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response*, 2010, disponibile su [http://web-docs.stern.nyu.edu/old\\_web/economics/docs/workingpapers/2010/White\\_Credit%20Rating%20Agencies%20for%20JIBLR.pdf](http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2010/White_Credit%20Rating%20Agencies%20for%20JIBLR.pdf);

L.J. WHITE, *The SEC's Other Problem*, L.J. WHITE, *The SEC's Other Problem*, disponibile su <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2002/12/v25n4-10.pdf>, con ulteriori approfondimenti rispetto all'intervento reso in occasione di una audizione davanti alla Camera dei Rappresentanti in data 2 aprile 2003, *Rating the rating agencies: the state of transparencies and competition*, disponibile su <http://financialservices.house.gov/media/pdf/108-18.pdf>;

M.M. WYNNE, *Primary liability amongst secondary actors: why the second circuit's "bright line" standard should prevail*, in 44 *St. Louis L.J.* 1607, 2000;

D. ZORZIT, *La Cassazione "dimentica" il contratto con effetti protettivi a favore del terzo: vero oblio o consapevole ripudio?*, in *Danno e resp.*, 2012, 1202.

### **Giurisprudenza italiana:**

Corte Cost., 28 novembre 1973, n. 166, in banca dati *dejure*;

Cass., 24 settembre 2014, n. 20112, in banca dati *dejure*;

Cass., 11 giugno 2014, n. 13234, in banca dati *dejure*;

Cass., 21 giugno 2013, n. 15687, in banca dati *dejure*;

Cass., 18 gennaio 2013, n. 1247, in banca dati *dejure*;

Cass., 8 maggio 2012, n. 6914, in *Danno e resp.*, 2012, 1201, con nota di D. ZORZIT, *La Cassazione "dimentica" il contratto con effetti protettivi a favore del terzo: vero oblio o consapevole ripudio?*;

Cass., 5 marzo 2012, n. 3424, in *Guida al diritto*, 2012, 22, 26 (s.m.); in banca dati *dejure*;

Cass., 11 giugno 2010, n. 14056, in *Soc.*, 2011, 411, con nota di A. ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*; in *Giur. it.*, 2011, 289 (s.m.), con nota di M. RIZZUTI, *Responsabilità da prospetti e culpa in contrahendo*; in *Danno e resp.*, 2011, 621, con nota di G. AFFERNI, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*; in *Corr. giur.*, 2011, 359, con nota di V. SANGIOVANNI, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*; in *La Responsabilità Civile*, 2012, 801, con nota di A. ZANARDO, *La Suprema Corte si pronuncia sulla responsabilità "da prospetto"*; in *Giust. civ. mass.*, 2010, 892; disponibile anche su <http://www.ilcaso.it> e in banca dati *dejure*;

Cass., 26 gennaio 2010, n. 1538, in *La Responsabilità Civile*, 2010, con nota di M. GORGONI, *Gli obblighi sanitari attraverso il prisma dell'onere della prova*;

Cass., 11 maggio 2009, n. 10741, in *La Responsabilità Civile*, 2009, 706, con nota di L. VIOLA, *Il nascituro ha il diritto di nascere sano, ma non quello di non nascere*;

Cass. SS.UU., 11 novembre 2008, n. 26972, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 43, con nota di A. SCOTTI, *Le Sezioni Unite e il danno esistenziale: spunti per una riflessione sulla sistematica giurisprudenziale del danno non patrimoniale*;

Cass. SS.UU., 16 luglio 2008, n. 19499, in *Foro it.*, 2008, I, c. 2786, con nota di A. PALMIERI, c. 2786; con nota di R. PARDOLESI, *Debiti di valuta, «danno da svalutazione» (e il «disorgement»*

*che non t'aspetti*), c. 2789; con nota di S.M. SEPE, *Maggior danno da svalutazione monetaria: una prospettiva finanziaria*, c. 2796;

Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 582, in *La Responsabilità Civile*, 2008, 692, con nota di M. DRAGONE, *Le S.U., la "vicinanza della prova" e il riparto dell'onere probatorio*; in *Giur. it.*, 2008, 2192;

Cass. SS.UU., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Danno e resp.*, 2008, 788, con nota di G. VINCIGUERRA, *Nuovi (ma provvisori?) assetti della responsabilità medica*; in *Danno e resp.* 2008, 871, con nota di A. NICOLUSSI, *Sezioni sempre più unite contro la distinzione fra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi. La responsabilità del medico*; in *Giur. it.*, 2008, 1653, con nota di A. CIATTI, *Crepuscolo della distinzione tra le obbligazioni di mezzi e le obbligazioni di risultato*;

Cass. SS.UU., 28 luglio 2005, n. 15781, in *Obbligazioni e Contratti*, 2006, 712, con nota di L. FOLLIERI, *Obbligazioni di mezzi e di risultato nella prestazione del progettista-direttore dei lavori*; in *La Responsabilità Civile*, 2006, 229, con nota di G. FACCI, *L'obbligazione di risultato del progettista al vaglio delle Sezioni Unite*;

Cass., 5 aprile 2005, n. 7081, in *Contratti*, 2005, 969, con nota di U. CARNEVALI, *La prova della colpa grave nelle clausole di esonero da responsabilità*;

Cass., 28 gennaio 2004, n. 1547, in *Danno e resp.*, 2004, 389, con nota di P.G. MONATERI, *La prescrizione e la sua decorrenza dal fatto: una sentenza da elogiare*;

Cass., 21 luglio 2003, n. 11316, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, I, 265, con nota di C. PASQUINELLI, *Responsabilità medica: la Cassazione torna a interrogarsi sui temi della colpa e della causalità omissiva*;

Cass., 22 agosto 2002, n. 12367, in *Giust. civ. mass.*, 2002, 1559;

Cass., 18 luglio 2002, n. 10403, in *Foro it.*, 2003, I, c. 2147, con nota di A. FABRIZIO-SALVATORE; in *Giur. comm.*, 2003, II, 441, con nota di T. DI MARCELLO, *La responsabilità delle società di revisione nei confronti dei terzi tra violazione di obblighi e lesione di interessi protetti*; in *Giur. comm.*, 2003, II, 598, con nota di T. LOMONACO, *Revisione volontaria e responsabilità extracontrattuale della società di revisione*; in *Giur. it.*, 2003, 672, con nota di R. MARAZZI, *Note in tema di contratto per persona da nominare e di responsabilità delle società di revisione contabile*; in *Dir. prat. soc.*, 2002, XXII, 63, con nota di A. BOCCIA; in *Soc.*, 2002, 1513, con nota di V. SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danni a terzi*;

Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, 2002, 113, con nota di U. CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*; in *Corr. giur.*, 2001, 1565, con nota di V. MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*; in *Nuova giurisprudenza civ. comm.*, 2002, 349, con nota di B. MEOLI, *Risoluzione per inadempimento e onere della prova*;

Cass. SS.UU., 16 luglio 2001, n. 9645, in *Giust. civ. mass.*, 2001, 1404; in *Foro it.*, 2002, I, 806, con nota di S.R. MASERA;

Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca borsa tit. credito*, 2002 II, 10, con nota di A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*; in *Giust. civ.*, 2001, 907, con nota di G. GIACALONE, *Prospetto non veritiero e responsabilità della Consob*; in *Soc.*, 2001, 565, con nota di P. ANELLO – S. RIZZINI BISINELLI, *Responsabilità della Consob per omissione di vigilanza e risarcibilità del danno*; in *Foro it.*, 2001, I, c. 1139, con nota di A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*;

Cass., 28 aprile 2000, n. 5421, in *Giust. civ. mass.*, 2000, 890;

Cass. SS.UU., 22 luglio 1999, n. 500, in *Banca borsa tit. credito*, 2000, II, 10, con nota di F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità e autonomia delle Autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla «risarcibilità degli interessi legittimi»*; in *Giur. it.*, 2000, 21, con nota di L. V. MOSCARINI, *Risarcibilità degli interessi legittimi e termini di decadenza*; *ivi*, (s.m.), 1380, con nota di F.G. PIZZETTI, *Risarcibilità degli interessi legittimi e danno ingiusto. Se un giorno d'estate la Corte di Cassazione...*; in *Giust. civ.*, 1999, I, 2261, con nota di M.R. MORELLI, *Le fortune di un obiter: crolla il muro virtuale della risarcibilità degli interessi legittimi*; in *Contratti*, 1999, 869, con nota di L.V. MOSCARINI, *La risarcibilità degli interessi legittimi: un problema tuttora aperto*; in *Corr. giur.*, 1999, 1367, con nota di A. DI MAJO, *Il risarcimento degli interessi “non più solo legittimi”*, e V. MARICONDA, *«Si fa questione d'un diritto civile...»*; in *Danno e resp.*, 1999, 965; in *Resp. civ. e prev.*, 1999, 981;

Cass., 25 marzo 1999, 2814, in *Giust. civ. mass.*, 1999, 667; e in banca dati *dejure*;

Cass., 25 settembre 1998, n. 9590, in *Danno e resp.*, 1999, 672, con nota di E. GARZIA, *La fonte dei doveri di agire: il “bramble bush” della Cassazione*;

Cass., 2 luglio 1997, n. 5944, in *Giust. civ.*, 1997, I, 3049;

Cass., 24 aprile 1997, n. 3596, in *Danno e resp.*, 1997, 438, con nota di V. CARBONE, *La peculiarità della responsabilità da informazione inesatta da parte dei mass-media*;

Cass., 19 gennaio 1996, n. 418, in *Danno e resp.* 1996, 611, con nota di R. SIMONE, *Concorso di responsabilità: a proposito di un ritorno alla tipicità dei fatti illeciti*;

Cass., 4 marzo 1993, n. 2605, in *Giur. it.*, 1994, I, 1, 1606, con nota di D. DI COLA, *Solidarietà dei debitori a titoli diversi di responsabilità e garanzia del credito*;

Cass., 14 ottobre 1992, n. 11207, in *Giust. civ. mass.*, 1992, 1450;

Cass., 4 febbraio 1992, n. 1147; in *Dir. inf. e informatica*, 1992, 784, con nota di G. GALLO, *Diffusione di prove di consumo e responsabilità dell'emittente televisiva*;

Cass., 10 luglio 1991, n. 7680, in *Giust. civ. mass.*, 1991, 1043;

Cass., 11 marzo 1991, n. 2555, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2802, con nota di V. LENOCI, *Sulla responsabilità della banca per danni da rapina subiti dal cliente*;

Cass., 25 giugno 1990, n. 6400, in *Foro it. mass.*, 1990, c. 781;

Cass., 9 marzo 1988, n. 2364, in *Giust. civ.*, 1988, I, 1466;

Cass., 26 febbraio 1988, n. 2051, in *Giust. civ. mass.*, 1988, 494;

Cass., 11 novembre 1987, n. 8312, in *Arch. civ.*, 1988, 429;

Cass., 25 ottobre 1974, n. 3133, in *Giust. civ.*, 1974, I, 1489;

Cass., 8 settembre 1970, n. 1356, in *Resp. civ. e prev.*, 1971, 320;

Cass., 15 gennaio 1969, n. 70, in *Giur. it.*, 1969, 1, I, c. 1070;

Cass., 3 luglio 1968, n. 2240, in *Foro it.*, 1968, I, 2466;

Cass., 9 aprile 1954, n. 1126, in *Giust. civ.*, 1954, I, 856;

Cass., 6 luglio 1951, in *Resp. civ. e prev.*, 1952, 342;

Cass. Roma, 24 maggio 1912, in *Riv. dir. comm.*, 1912, II, 945, con note di M. D'AMELIO E G.P. CHIRONI, *La responsabilità degli amministratori di società anonime e l'azione individuale dei soci*;



App. Milano, 21 ottobre 2003, in *Corr. giur.*, 2004, 933, con nota di A. TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, I, 203, con nota di E. LUCCHINI GUASTALLA, *Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob*, e di B. ANDÒ, *Nesso di causalità fra omessa vigilanza e danno risentito dagli investitori. Criteri di qualificazione del danno*;

App. Milano, 13 novembre 1998, in *Soc.*, 2001, 570, con nota di P. ANELLO – S. RIZZINI BISINELLI, *Responsabilità della Consob per omissione di vigilanza e risarcibilità del danno*;

App. Milano, 7 luglio 1998, in *Soc.*, 1998, 1171, con nota di V. SALAFIA, *Alcune questioni in materia di revisione contabile istituita volontariamente*; in *Giur. comm.*, 2000, II, 425, con nota di M. CONTE, *Responsabilità della società di revisione in caso di revisione volontaria nell'ambito di una due diligence*;

App. Torino, 30 maggio 1995, in *Giur. it.*, 1996, II, I, sez. II, c. 376; in *Giur. comm.*, 1996, II, 492, con nota di P. VALENSISE; in *Danno e resp.*, 1996, 367, con nota di P. VALENSISE;

App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Giur. comm.*, 1990, II, 755;

App. Roma, 17 ottobre 1989, in *Giust. civ.*, 1989, I, 2652;

App. Milano, 14 marzo 1986, in *Banca borsa tit. credito*, 1987, II, 627;

Trib. Ivrea, 12 dicembre 2013, (s.m.), in *Il lavoro nella giurisprudenza*, 2014, 514;

Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, in *Giur. comm.*, 2013, II, 468, con nota di F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*; in *Danno e resp.*, 2013, 183, con nota di M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*; in <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. comm.*, 2013, II, 462, con nota di F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*; in *Danno e resp.*, 2013, 181, con nota di M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*;

Trib. Milano, 1 luglio 2011, n. 870, in *Danno e resp.* 2013, 178, con nota di M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*; in *Soc.*, 2011, 1444, con nota di P. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*;

Trib. Rimini, 31 dicembre 2008, in <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Cuneo, 25 novembre 2008, in <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Milano, 25 luglio 2008, disponibile su <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Ancona, 20 febbraio 2008, in <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Catania, 5 maggio 2006, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 908, e in <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006; in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 911 (s.m.), e in <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 911 s. (s.m.), e <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Biella, 12 luglio 2005, in <http://www.ilcaso.it>;

Trib. Mantova, 5 aprile 2005, in <http://www.ilcaso.it>.

Trib. Milano, 4 dicembre 2003, n. 16824, MAA Assicurazioni auto e rischi diversi S.p.A. c. Coopers & Lybrand S.p.A. (Nardo G.u.), inedita;

Trib. Napoli, 4 aprile 2003, in *Soc.*, 2004, 78, con nota di S. RIZZINI BISINELLI – R. ZUCCATO, *Danno da falso in prospetto*;

Trib. Napoli, 25 settembre 2002, in *Soc.*, 2004, 75, nota di S. RIZZINI BISINELLI – R. ZUCCATO, *Danno da falso in prospetto*;

Trib. Verona, 1 marzo 2001, in *Banca borsa tit. credito*, 2002, II, 753, con nota di A. TUCCI, *Illecito del promotore finanziario e responsabilità solidale della società di intermediazione mobiliare*;

Trib. Milano, 21 ottobre 1999, in *Giur. it.*, 2000, 554, con nota di R. WEIGMANN;

Trib. Milano, 17 luglio 1997, in *Foro pad.*, 1998, I, c. 139, con nota di B. MENEGHINI, *Brevi note sull'azione nei confronti dei sindaci di società di capitali ex art. 2395 c.c.*;

Trib. Trieste, 13 luglio 1994, in *Soc.*, 1995, 539, con nota di G. GAMBROGI, *Collocamento di valori mobiliari e responsabilità dell'intermediario*;

Trib. Torino, 18 settembre 1993 in *Soc.*, 1994, 87, con nota di F. DI MAIO, *Quali responsabilità per i revisori contabili?*; in *Fall.*, 1994, 203, con nota di G. GIACALONE, *La responsabilità civile nell'attività di revisione contabile*; in *Giur. comm.*, 1994, II, 272, con nota di G. ROMAGNOLI, *Un caso di responsabilità della società di revisione nei confronti degli investitori per negligente certificazione*;

Trib. Milano, 18 giugno 1992 in *Giur. it.*, 1993, I, sez. II, c.1, con nota di P. MONTALENTI, *Responsabilità extracontrattuale della società di revisione per negligente certificazione*;

Trib. Roma, 21 gennaio 1989, n. 669, in *Temì romana*, 1989, II, 85;

Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 585, con nota di G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*;

Trib. Milano, 9 gennaio 1986, in *Giur. comm.*, 1986, II, 427, con nota di M. CERA, *Insolvenza del Banco Ambrosiano e responsabilità degli organi pubblici di vigilanza*;

Trib. Roma, 11 luglio 1979, in *Giur. it.*, 1980, I, 2, c. 611.

### **Giurisprudenza statunitense:**

*Halliburton Co. v. Erica P. John Fund*, 189 L. Ed. 2d 339; 2014 U.S. LEXIS 4305; 82 U.S.L.W. 4522; 24 Fla. L. Weekly Fed. S. 897;

*Abu Dhabi Commercial Bank, King County, Washington v. Morgan Stanley & Co., The Bank of New York Mellon Qsr Management Limited, Moody's Investors Services, Standard and poor's Rating Services*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 119671;

*Fait v. Regions Fin. Corp.*, 655 F.3d 105 (2011);

*In re Merrill Lynch Auction Rate Securities Litigation*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 14053; Fed. Sec. L. Rep (CCH) P96,201;

*Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296; 180 L. Ed. 2d 166; 2011 U.S. LEXIS 4380; 79 U.S.L.W 4466; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,327;

*Plumbers' Union Local No. 12 Pension Fund v. Nomura Asset Acceptance Corp., et al.*, 632 F.3d 762; 2011 U.S. App. LEXIS 1254; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,201;

*Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 737 (3<sup>rd</sup> Cir. 2010);

*Oddo Asset Management v. Barclays Bank PLC*, 36 Misc. 3d 1205(A); 954 N.Y.S.2d 760; 2010 N.Y. Misc. LEXIS 6762;

*New Jersey Carpenters Vacation Fund v. The Royal Bank of Scotland Group, PLC, et al.*, 720 F. Supp. 2d 254; 2010 U.S. Dist. LEXIS 29711; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,651;

*Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009);

*In re Moody's Corporation Securities Litigation*, 599 F. Supp. 2d 493; 2009 U.S. Dist. LEXIS 13894;

*Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228 (5<sup>th</sup> Cir. 2009);

*Stoneridge Investment Partners v. Scientific Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148 (2008);

*In re Dell Inc., Sec. Litig.*, 591 F. Supp. 2d 877 (W.D. Tex. 2008);

*In re National Century Financial Enterprises, Inc. Investment Litigation*, 580 F. Supp. 2d. 630 (S.D. Ohio 2008);

*Complaint, Teamsters Local 292 Pension Trust Fund v. Moody's*, 26 settembre 2007, disponibile su [http://securities.stanford.edu/1038/MCO\\_01/2007926\\_o01c\\_078375.pdf](http://securities.stanford.edu/1038/MCO_01/2007926_o01c_078375.pdf);

*Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Michael Broudo*, 544 U.S. 336; 125 S. Ct. 1627; 161 L. Ed. 2d 577; 2005 U.S. LEXIS 3478; 73 U.S.L.W. 4283; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P.93,218;

*In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494 (S.D. Tex. Feb. 2005);

*Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336; 125 S. Ct. 1627; 161 L. Ed. 2d 577 (2005);

*Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161 (2<sup>nd</sup> Cir. 2005);

*In re Initial Public Offering Securities Litig.*, 399 F. Supp. 2d 298 (S.D.N.Y. 2005);

*Compuware Corporation v. Moody's Investors Services Inc.*, 222 F.RD. 124, 2004 U.S. Dist. LEXIS 10671, del 10 giugno 2004, e, per la fase davanti alla *Federal Court*, 499 F.3d 520, 2007 U.S. App. LEXIS 20075, 2007 FED ap. 0336p. (6<sup>th</sup> Circ.);

*Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, 2004 OK CIV APP 56; 94 P.3d 106; 2004 Okla. Civ. App. LEXIS 36;

*In re Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104; 2003 U.S. App. LEXIS 9806 (2d Cir. May 21, 2003);

*No. 84 Employer – Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. America West Holding Corp.*, 320 F.3d 920 (9<sup>th</sup> Cir. 2003);

*Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824 (8<sup>th</sup> Cir. 2003);

*Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165 (3<sup>rd</sup> Cir. 2002);

*Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155 (10<sup>th</sup> Cir. 2000);

*Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F.3d 848; 1999 U.S. App. LEXIS 8460; 27 Media L. Rep. 1737;

*County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154 (C.D. Cal. 1999);

*Maurice L. Quinn v. The McGraw-Hill Companies, Inc.*, 168 F.3d 331; 1999 U.S. App. LEXIS 2294;

*LaSalle National Bank v. Duff & Phelps*, 951 F. Supp. 1071; 1996 U.S. Dist. LEXIS 18101; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P99,444;

*Knapp v. Ernst & Whinney*, 90 F.3d 1431 (9<sup>th</sup> Cir. 1996);  
*Gustafson v. Alloyd Co., Inc.*, 513 U.S. 561 (1995);  
*Akin v. Q-L Investments, Inc.*, 959 F.2d 521 (1995);  
*In re Worlds of Wonder Securities Litigation*, 35 F.3d 1407 (1994);  
*Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164; 114 S. Ct. 1439; 128 L. Ed. 2d 119; 1994 U.S. LEXIS 3120; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P98,178;  
*Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151 (6<sup>th</sup> Cir. 1994);  
*Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121 (7<sup>th</sup> Cir. 1993);  
*Pan Am Corporation v. Delta Airlines Inc. v. The Official Committee of Unsecured Creditors of Pan Am Corporation, Standard & Poors Corporation*, 161 B.R. 577; 1993 U.S. Dist. LEXIS 17224; 27 Fed. R. Serv. 3d (Callaghan) 1416; 25 Bankr. Ct. Dec. 60; 22 Media L. Rep. 1118;  
*In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation*, 1993 U.S. Dist. LEXIS 18592;  
*Rosenstein v. Standard & Poor's Corp.*, 636 N.E.2d 665 (Ill. App. Ct. 1993);  
*First Interstate Bank of Denver, N.A. v. Pring*, 969 F.2d 891 (1992);  
*Jackson v. Johnson*, 5 Cal. App. 4<sup>th</sup> 1350 (1992);  
*Prudential Ins. Co. of Am. v Dewey, Ballantine, Bushby, Palmer and Wood*, 80 N.Y.2d 377; 605 N.E.2d 318; 590 N.Y.S.2d 831 (1992);  
*Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow v. Gilbertson*, 501 U.S. 350; 111 S. Ct. 2773; 115 L. Ed. 2d 321 (1991);  
*Bastian v. Petren Resources Corp.*, 892 F.2d 680 (7<sup>th</sup> Cir. 1990);  
*Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193 (6<sup>th</sup> Cir. 1990);  
*Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723 (11<sup>th</sup> Cir. 1989);  
*Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264 (D.N.J. 1989);  
*First Financial Savings Bank, Inc. et al. v. American Bankers Insurance Company of Florida, Inc. et al.*, 1989 U.S. Dist. LEXIS 16400; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,824;  
*Harte-Hanks Communications v. Connaughton*, 491 U.S. 657; 109 S. Ct. 2678; 105 L. Ed. 2d 562 (1989);  
*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988);  
*Abell v. Potomac Insurance Co.*, 858 F.2d 1104 (5<sup>th</sup> Cir. 1988);  
*Wool v. Tandem Computers, Inc.*, 818 F.2d 1433 (9<sup>th</sup> Cir. 1987);  
*First Equity Corporation of Florida et al. v. Standard & Poor's Corporation*, 670 F. Supp. 115; 1987 U.S. Dist. LEXIS 8835;  
*Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc.*, 472 U.S. 749; 105 S. Ct. 2939; 86 L. Ed. 2d 593; 1985 U.S. LEXIS 103; 53 U.S.L.W. 4866; 11 Media L. Rep. 2417;  
*Credit Alliance Corp. v. Arthur Andersen & Co.*, 65 NY.2d 536; 483 N.E.2d 110 (N.Y. 1985);  
*T.J. Raney & Sons, Inc. v. Fort. Cobb, Oklahoma Irrigation Fuel Authority*, 717 F.2d 1330 (10<sup>th</sup> Cir. 1983);

*Kleartone Transparent Products Co. v. Dun & Bradstreet, Inc.*, 88 A.D. 2d 353; 453 N.Y.S.2d 433, 1982 N.Y. App. Div. LEXIS 17062;

*Benoay v. Decker*, 517 F. Supp. 490; 1981 U.S. Dist. LEXIS 13061;

*Little v. Valley National Bank of Arizona*, 650 F.2d 218 (1981);

*Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462 (5<sup>th</sup> Cir. 1981);

*Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5<sup>th</sup> Cir. 1981);

*Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462; L. Ed. 2d 480, 97 S. Ct. 1292 (1977);

*Arthur Young & Co. v. District Court*, 549 F.2d 686 (9<sup>th</sup> Cir. 1977);

*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185; 96 S. Ct. 1376; L. Ed. 2d 668 (1976);

*Mallickrodt Chemical Works v. Goldman Sachs & Co. et al.*, 420 F. Supp. 231; 1976 U.S. Dist. LEXIS 13249; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,721;

*In re Equity Funding Corp. of America Securities Litigation*, 416 F. Supp. 161; U.S. Dist. LEXIS 17010 (D.C. Cal. 1976);

*In re Republic National Life Insurance Company and Real Equities Corporation of New York et al.*, 387 F. Supp. 902; 1975 U.S. Dist. LEXIS 14364; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,951;

*Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374 (2<sup>nd</sup> Cir. 1974);

*Gertz v. Robert Welch, Inc.*, 418 U.S. 323 (1974);

*Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128; 92 S. Ct. 1456; 31 L. Ed. 2d 741 (1972);

*Oberman v. Dun & Bradstreet, Inc.*, 460 F.2d 1381; 1972 U.S. App. LEXIS 10284;

*Globus v. Law Research Serv., Inc.*, 418 F.2d 1276 (2<sup>nd</sup> Cir. 1969);

*St. Amant v. Thompson*, 390 U.S. 727; 88 S. Ct. 1323; 20 L. Ed. 2d 262 (1968);

*Brennan v. Midwestern United Life Insurance Co.*, 259 F. Supp. 673; U.S. Dist. LEXIS 10085 (N.D. Ind. 1966);

*List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457 (2<sup>nd</sup> Cir. 1965);

*New York Times Co v. Sullivan*, 376 U.S. 254; 11 L. Ed. 2d. 686; 84 S. Ct. 710 (1964);

*Globe Improvement Company v. Perth Amboy Credit Rating*, 116 N.J.L. 168; 182 A. 641; 1936 N.J. LEXIS 215; 102 A.L.R. 1068;

*Henry Baumann v. The Bradstreet Company*, 238 A.D. 617; 265 N.Y.S. 169; 1933 N.Y. App. Div. LEXIS 9573;

*Ultramares Corporation v. Touche*, 255 NY 170; 174 N.E. 441; 1931 N.Y. LEXIS 660; 74 A.L.R. 1139;

*Jaillet v. Cashman*, 115 Misc. 383, N.Y. Sup.Ct. – 1921;

*Landell v. Lybrand*, 264 Pa. 406; 8 A.L.R. 461 (1919).

**Altre fonti:**

FITCH RATINGS, *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*, disponibile su [http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf);

MOODY'S, *Rating Symbols and Definitions*, aggiornato a settembre 2013, disponibile su [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004);

STANDARD & POOR'S, *Standard and Poor's Ratings Definitions*, 22 giugno 2012, disponibile su [http://www.standardandpoors.com/spf/general/RatingsDirect\\_Commentary\\_979212\\_06\\_22\\_2012\\_12\\_42\\_54.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/general/RatingsDirect_Commentary_979212_06_22_2012_12_42_54.pdf);

*A study on systems of civil liability of statutory auditors in the context of a Single market for auditing services in the European Union*, 2001, disponibile su <http://ec.europa.eu>;

CESE, *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 2012/C 181/13, del 29 marzo 2012, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>;

*Dossier predisposto dal Servizio affari internazionali del Senato della Repubblica*, 16 gennaio 2012, disponibile su [http://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg16/attachments/dossier/file\\_integrale/000/006/500/Dossier\\_86DN.pdf](http://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg16/attachments/dossier/file_integrale/000/006/500/Dossier_86DN.pdf);

PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future*, (2010/2301 (INI)), 8 giugno 2011, disponibile su <http://www.europarl.europa.eu>;

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere del 19 novembre 2010 in merito ad una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 19 novembre 2010, disponibile su [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_33720101214it00010009.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_33720101214it00010009.pdf);

*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 2010, disponibile su <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>;

IAASB, *Principio di revisione internazionale (ISA) 240. Le responsabilità del revisore relativamente alle frodi nella revisione contabile del bilancio*, pubblicato il 21 ottobre 2010, disponibile su <http://www.cndcec.it>;

CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E CONSIGLIO NAZIONALE DEI RAGIONIERI, *La responsabilità del revisore nel considerare le frodi nel corso della revisione contabile del bilancio. Documento n. 240*, disponibile su <http://www.cndcec.it>;

COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment Accompanying Document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*, SEC(2010) 678, 2 giugno 2010, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/100602-impact-assesment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602-impact-assesment_en.pdf);

CESE, *Parere del comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*, (2009/C – 277/25), 13 maggio 2009, pubblicato in gazzetta ufficiale il 17 novembre 2009, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>;

COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document accompanying the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies – Impact Assessment*, SEC(2008) 2745, 12 novembre 2008, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/impact\\_assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/impact_assessment_en.pdf);

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Summary Report of the Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, disponibile su <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>;

ESME, *Role of credit rating agencies (ESME's report to the European Commission)*, giugno 2008, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/report_040608_en.pdf);

CESR, *Consultation paper. The role of credit rating agencies in structured finance*, febbraio 2008, disponibile su <http://www.esma.europa.eu>;

ECOFIN, *Roadmaps on "Enhancing the Lamfalussy Framework, incl. Financial Supervision"; "Financial Stability Arrangements"; "Actions taken in response to the financial turmoil"*; 2007, aggiornato al maggio 2008, disponibile su <http://register.consilium.europa.eu>;

*Credit Rating Agency Reform Act*, 2006, disponibile su <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>;

*Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regimes, Final Report to EC-DG Internal Market and Services*, in collaborazione con il prof. Ralf Ewert, ottobre 2006, disponibile su <http://ec.europa.eu>;

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito*, (2006/C 59/09), 11 marzo 2006, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>;

CESR, *Parere tecnico fornito dal CESR alla Commissione europea su eventuali misure riguardanti le agenzie di rating*, CESR/05/139b, marzo 2005, disponibile su [http://www.esma.europa.eu/system/files/05\\_139b\\_pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/05_139b_pdf);

IOSCO, *Codice di condotta – Principi basilari per le agenzie di rating*, dicembre 2004 (rivisto nel maggio 2008), disponibile su <http://www.iosco.org>;

Intervento di Standard & Poor's nelle Commissioni riunite, 6° (Finanze e Tesoro) e 10° (Industria, commercio e turismo) del Senato della Repubblica e VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) della Camera dei deputati, 7° seduta di martedì, 3 febbraio 2004, disponibile su <http://www.senato.it>;

PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating*, 2003/2081 (INI), 24 gennaio 2004, disponibile su <http://www.europarl.europa.eu>;

IOSCO, *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, 25 settembre 2003, disponibile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>;

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, 2003, disponibile su <https://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>;

*Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, Report to the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, October 7, 2002, disponibile su <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT82147/pdf/CPRT-107SPRT82147.pdf>;

COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, Sesta relazione sui progressi compiuti nell'attuazione del Piano d'azione per i servizi finanziari*, COM(2002) 267 definitivo, 3 giugno, 2002, disponibile su <http://.eur-lex.europa.eu>;

*A study on systems of civil liability of statutory auditors in the context of a Single market for auditing services in the European Union*, 2001, disponibile su <http://ec.europa.eu>;

*Securities Exchange Act of 1934*, disponibile su <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>;

*Securities Act of 1933*, disponibile su <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.