



Università degli Studi della Tuscia di Viterbo

Dipartimento di Studi linguistico-letterali, storico-filosofici e giuridici

Corso di Dottorato di Ricerca in

**DIRITTO DEI MERCATI EUROPEI E GLOBALI. CRISI, DIRITTI E
REGOLAZIONE - XXXIV ciclo**

LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING*

Settore scientifico-disciplinare

Ius/01

Tesi di dottorato di:

Dott. ssa Claudia Pelliccia

Coordinatore del corso

Prof. Carlo Sotis

Tutore

Prof. Maurizio Benincasa

A.A. 2020/21

*A chi è stato una guida,
a chi è stato un compagno
e a chi è stato entrambi
in questo viaggio*

INDICE

<i>Introduzione e delimitazione del campo d'indagine</i>	1
--	---

CAPITOLO I

NASCITA, EVOLUZIONE E REGOLAMENTAZIONE DELLE AGENZIE DI *RATING*

0. Premesse.....	9
------------------	---

SEZIONE I

LA FASE DELL'AUTOREGOLAZIONE

1. Le origini delle agenzie di <i>rating</i> del credito: prime apparizioni sui mercati finanziari.....	11
1.1 Dall' <i>History of the Railroads and Canals of the United States</i> alla nascita di Standard & Poor's.....	15
1.2 Il nuovo progetto di John Moody: l'ampliamento dell'offerta informativa agli investitori con il <i>Moody's Analysis of Railroad Investments</i> del 1909.....	16
1.3 La pubblicazione delle statistiche finanziarie sui titoli scambiati nella Borsa di New York: J.K. Fitch fonda la Fitch Publishing Company.....	17
2. Il contesto dei servizi di <i>rating</i> e la circolazione dell'informazione economica.....	18
3. La diffusione del <i>rating</i> negli anni '70 e il cambio di paradigma nel modello del <i>business</i> : l'emersione dei conflitti di interesse	23
4. Prima qualificazione del <i>rating</i> come mera opinione: " <i>the world's shortest editorials</i> "	29
5. I fallimenti dell'autoregolazione e la presa di coscienza del vuoto normativo	40

SEZIONE II

LA REGOLAMENTAZIONE PER LA FIDUCIA NEL *RATING*

1. La nascita delle agenzie "riconosciute" (NRSROs): l'importanza della <i>registrazione</i>	47
2. I tentativi di <i>soft law</i> : Codice IOSCO e autodisciplina delle agenzie di <i>rating</i>	48
3. Il <i>rating</i> sotto la lente del giurista: il <i>Credit Rating Agency Reform Act</i> del 2006 come prima disciplina organica.....	56
4. L'avvio della fase normativa in Europa: il regolamento (CE) n. 1060/2009 come intervento <i>diretto</i> sulla qualità del <i>rating</i>	63

SEZIONE III

LA REGOLAMENTAZIONE NELLA FASE DELLA SFIDUCIA

1. Il <i>Dodd-Frank Act</i> del 2010 e l'istituzione dell'organo di vigilanza del <i>rating</i>	71
2. L'accentramento del sistema di vigilanza europeo (regolamento n. 513/2011)	78
3. Il regolamento (UE) n. 462/2013 come intervento <i>indiretto</i> sugli effetti: l'inversione di rotta per la riduzione dell'affidamento al <i>rating</i>	80
4. <i>Segue</i> . La previsione di una responsabilità per “danno da <i>rating</i> ”	84
5. L'attuale esigenza di (ri)definizione del <i>rating</i> (quale punto di partenza della presente indagine).....	92

CAPITOLO II

IL *RATING* COME SERVIZIO: UNA PROPOSTA DI INQUADRAMENTO

0. Premesse.....	95
------------------	----

SEZIONE I I SOGGETTI

1. Cenni sulla disciplina del prospetto informativo.....	97
2. Agenzie di <i>rating</i> <i>vs</i> analisti finanziari e giornalisti economici.....	102
3. Analogie e differenze in un'ottica di coordinamento con le società di revisione	107

SEZIONE II L'ATTIVITÀ

1. Cosa si intende per «contenuto informativo» dei <i>rating</i>	116
2. Come si valuta la qualità dei <i>rating</i> in termini di affidabilità e accuratezza: il coefficiente di Gini e le matrici di transizione	126
3. Le metodologie dei processi di assegnazione dei <i>rating</i>	132
3.1 Le diverse tipologie e modelli di <i>rating</i>	132
3.2 Il <i>judgment based approach</i> nell'assegnazione dei <i>rating</i>	135
4. L'attività di <i>rating</i> come servizio: ripercussioni sistematiche nel diritto dell'UE.....	139

CAPITOLO III

LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING*

SEZIONE I LA RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE

1. Il contratto di <i>rating</i>	143
2. Lo <i>standard</i> di diligenza esigibile dall'agenzia di <i>rating</i> e l'interesse dell'emittente al corretto adempimento.....	146

2.1 L'irrelevanza del dolo della committente nell'accertamento dell'inadempimento dell'agenzia.....	156
3. Il danno da inadempimento dell'agenzia di <i>rating</i> : la configurabilità del concorso colposo del creditore e l'onere probatorio dell'emittente nell'art. 35- <i>bis</i> del regolamento (punti di frizione con l'art. 1218 c.c.).....	158
4. Spunti sistematici sulla pratica dei <i>rating</i> non-richiesti.....	168
4.1 Abuso di posizione dominante collettiva o somma di posizioni dominanti individuali (art. 102 TFUE).....	171
4.2 Abuso di dipendenza economica (art. 9 l. subf.).....	180

SEZIONE II

LA RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DELL'INVESTITORE

1. Dal contenuto informativo del <i>rating</i> alla qualificazione giuridica della responsabilità dell'agenzia. Cenni sui modelli teorici alternativi all'illecito extracontrattuale.....	187
1.1 Modello della responsabilità da «contatto sociale»: le teorie dei terzi “prossimi” e della registrazione sul sito web dell'agenzia.....	189
1.2 Modello dell'inadempimento contrattuale nei confronti dei terzi registrati e/o abbonati.....	196
2. Riconduzione al modello di illecito extracontrattuale: la scelta del legislatore europeo.....	199
2.1 Osservazioni in punto di giurisdizione.....	203
2.2 Il “danno da <i>rating</i> ” riconosciuto dall'art. 35- <i>bis</i> e il rinvio agli ordinamenti nazionali.....	208
2.3 I nodi dell'accertamento giudiziale: gli «elementi informativi precisi e dettagliati» di cui al par. 2, art. 35- <i>bis</i> e la relativa “valvola di sfogo”.....	213
2.4 <i>Segue</i> . Ipotesi del “danno da <i>rating</i> ” come danno da perdita di <i>chance</i>	218
3. La validità delle clausole di limitazione di responsabilità di cui al par. 3, art. 35- <i>bis</i>	224
4. Prospettive <i>de iure condendo</i> . Coordinamento con l'attività di vigilanza dell'ESMA e possibili riflessi probatori sull'accertamento civilistico del “danno da <i>rating</i> ”.....	227
<i>Considerazioni finali</i>	237
<i>Bibliografia</i>	245

Introduzione e delimitazione del campo d'indagine

«There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful»¹.

Riprendendo le parole di Thomas Friedman, oggi, ben pochi dubbi residuano nell'affermare che la società moderna percepisce le agenzie di *rating* come una 'superpotenza'.

Il presente lavoro muove da un'analitica ricostruzione del fenomeno evolutivo di cui le agenzie di *rating* si sono rese protagoniste, evidenziando i mutamenti socio-economici che hanno contribuito a delineare l'attuale assetto degli interessi e il ruolo assunto da tali soggetti nei sempre più globalizzati sistemi economici dei Paesi occidentali.

Nel tratteggiare tale processo evolutivo, cui è dedicato il primo capitolo (NASCITA, EVOLUZIONE E REGOLAMENTAZIONE DELLE AGENZIE DI *RATING*), si è ritenuta di nodale importanza l'individuazione di *tre fasi* fondamentali, onde poter meglio inquadrare il bisogno di regolamentazione e i successivi rimedi approntati dagli ordinamenti per far fronte alle nuove istanze di tutela emerse.

Segnatamente, nella prima sezione (FASE DELL'AUTOREGOLAZIONE), dall'evoluzione storica all'affermazione delle agenzie nel contesto della circolazione dell'informazione economica, si sono selezionati quegli aspetti del fenomeno strumentali alla rilevazione dei principali profili (tutt'ora) critici, con cui si è dovuto misurare il legislatore – sia statunitense che europeo – nel corso delle successive fasi o stagioni normative.

Il riferimento va, in particolare, alla nascita delle agenzie di credito mercantile come forma primordiale delle agenzie di *rating*, onde sottolineare la metamorfosi del prodotto-*rating*: ossia, il passaggio dall'attività di mera *raccolta* di dati e informazioni all'attuale «servizio» di *valutazione*; alle asimmetrie informative, che ne giustificano la funzione; ai cambiamenti nel modello e nella struttura di *business*, da cui è dipesa l'emersione della problematica dei conflitti di interesse potenziali e reali, che caratterizzano la fisiologia del mercato del *rating* (*i.e.*, fenomeno del *rating shopping* e delle strategie intimidatorie basate sulla pratica dei *rating unsolicited*); alla prima qualificazione in termini di mera *opinione*, con lo sviluppo della prima

¹ FRIEDMAN T., cronista del *New York Times* in *The News Hour with Jim Lehrer: Interview with Thomas L. Friedman* (PBS television broadcast, Feb. 13, 1996).

granitica giurisprudenza delle Corti statunitensi, che escludeva in radice l'ipotesi di una responsabilità “da *rating* errato”, in ragione della sua insindacabilità.

La seconda stagione (LA REGOLAMENTAZIONE PER LA FIDUCIA NEL *RATING*) si apre con il 1975, anno in cui la *Securities Exchange Commission* (SEC) statunitense decide di introdurre nell'a-normato mercato del *rating* una cruciale distinzione: nascono le agenzie di *rating* “riconosciute” (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, o NRSROs). Tale riconoscimento viene previsto in base ad uno specifico procedimento di registrazione, a seguito del quale le agenzie “riconosciute” diventano le uniche legittimate a fornire i *rating* validi ai fini della valutazione dei requisiti minimi di capitale.

Tale fase si caratterizza proprio per le problematiche sollevate in relazione al requisito della *credibilità*, necessaria per ottenere il riconoscimento, traducendosi – in ultima analisi – in una barriera all'accesso del mercato del *rating* e nell'inizio di quello che sarà il consolidamento dell'oligopolio delle c.d. Big Three (Moody's, S&P's e Fitch). Ed è proprio con la procedura di riconoscimento delle agenzie di *rating* che si apre la stagione della regolamentazione in senso ampio.

Gli Stati Uniti, per primi, aprono la strada a una via via più cospicua produzione normativa su più livelli, iniziata con l'emanazione della prima disciplina organica contenuta nel *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 e, poco dopo, rispecchiata *in toto* da quella proposta anche in Europa, a partire dal c.d. “regolamento CRA 1” del 2009.

Dagli interventi sulla struttura di governo societaria e sulla repressione dei conflitti d'interessi fino all'inglobamento del prodotto-*rating* all'interno della regolamentazione finanziaria, il legislatore concentra tutti i suoi sforzi nell'incentivare la produzione di “*rating* di qualità”, in modo da poter essere utilizzato quale parametro normativo.

Viceversa, l'ultima fase della trilogia evolutiva che guiderà la presente ricerca, dal titolo “REGOLAMENTAZIONE NELLA FASE DELLA SFIDUCIA”, descrive quella che potrebbe definirsi come una vera e propria *inversione di rotta* da parte del regolatore.

Complici gli effetti sul lungo periodo degli scandali finanziari, si è optato per una grossolana e sbrigativa eliminazione di qualunque riferimento al *rating* precedentemente introdotto nella legislazione dei mercati finanziari.

In Europa, viene condannato il ‘cieco’ affidamento alle valutazioni delle agenzie di *rating* del credito, per le quali torna in auge la definizione di società che forniscono mere ‘opinioni’ e non certo raccomandazioni o certificazioni.

Si assiste, allora, ad una macro-contraddizione regolamentare in cui si prevede «che banche, assicurazioni, imprese d'investimento, investitori istituzionali “effettuano la propria valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai *rating* del credito” (art. 5-*bis* della proposta) e a disporre che le tre autorità di vigilanza c.d. ‘microprudenziale’ europea nei settori bancario, mobiliare e assicurativo (EBA, ESMA e AEAP) e lo stesso Comitato europeo per il rischio sistemico “non fanno riferimento ai *rating* nei loro orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche se tali riferimenti rischiano di far sì che le autorità competenti o i partecipanti ai mercati si affidino meccanicamente ai *rating* del credito” (art. 5-*ter*). Il *non sequitur* logico che da ciò deriva è di manifesta evidenza. Come si dicesse, da un lato, che la nuova proposta serve ad accrescere la fiducia degli investitori nelle agenzie di *rating*, dall'altro che è comunque bene non fidarsi, *in primis* da parte dei regolatori»².

Così le due “stagioni normative”, distinte in forza delle due diverse (per certi versi, opposte) direttrici seguite da entrambi i legislatori, forniscono immediatamente una lettura dei principali nodi della ricerca. La rilevazione di quella «macro-contraddizione regolatoria», allora, giustifica l'esigenza di una ri-definizione dei soggetti e dell'attività del *rating*, come punto di partenza della presente indagine: *sub specie*, alla luce delle ultime modifiche introdotte con il regolamento UE del 2013, si aprono tre interrogativi cui si tenterà di dare risposta nel capitolo successivo:

- (i) Qual è il regime giuridico applicabile alle agenzie di *rating* oggi?
- (ii) Cosa deve intendersi con l'espressione “*rating* errato”?
- (iii) Perché parliamo di responsabilità *civile*?

Il capitolo secondo (IL *RATING* COME SERVIZIO: UNA PROPOSTA DI INQUADRAMENTO) si occuperà – nella SEZIONE I dedicata ai SOGGETTI – di indagare l'immagine delle agenzie-*soggetti* restituitane dall'ordinamento comunitario, presupponendo un necessario raffronto con gli altri operatori del mercato (*sub specie*, giornalisti economici, analisti finanziari e società di revisione contabile).

Per quanto qui di interesse, lo statuto delle agenzie di *rating* dovrà essere confrontato – a livello nazionale – con i regimi di responsabilità previsti per questi altri operatori economici che, insieme ad esse, agiscono come protagonisti dei mercati finanziari e svolgono un ruolo altrettanto chiave nella diffusione delle informazioni economiche e del buon

² CARRIERO G., *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating in Europa e dir. priv.*, 2012, fasc. 3, p. 883.

andamento dei mercati. La comparazione dei ruoli fra agenzie di *rating* e altre figure non mira al mero raggiungimento di una più dettagliata classificazione dei suddetti operatori, quanto piuttosto all'impostazione della ricerca in un'ottica olistica.

Invero, posto che la funzione delle *Credit Rating Agencies* è quella di condurre un'analisi del merito di credito degli emittenti di debito per valutarne il rischio, queste dovranno considerare una pluralità di *informazioni*: proprio su questa “materia prima” si incentrerà parte della riflessione per capirne l'incidenza sul prodotto finale.

In questa prospettiva, appare metodologicamente riduttivo limitarsi ad affermare cosa non è il *rating*: non è una certificazione di solvibilità del debitore o dello strumento finanziario, non è una raccomandazione di investimento o conservazione dell'assetto patrimoniale attuale, non è una verifica contabile ³.

Nella SEZIONE II (L'ATTIVITÀ) di tale capitolo si muove proprio da questo assunto e, attraverso la disamina del processo di assegnazione e valutazione del *rating*, si sconfessa la sua equiparazione ad un'informazione *tout court*, chiarendo cosa debba effettivamente intendersi con «contenuto informativo» del *rating* e, di conseguenza, quando possa parlarsi di *rating* errato (*rectius*, non valido).

Certamente, alla luce del capillare impatto su scala mondiale di poche semplici lettere (AAA, AA+, o BBB-, ecc.) risulta oggi molto più arduo ricondurre *sic et simpliciter* la natura del *rating* a quella dell'opinione giornalistica, quindi il *rating* non è nemmeno un'opinione (come, invece, continuano a sostenere le agenzie dirette interessate).

Infatti, alla luce della c.d. “mutazione genetica” avvenuta per via della regolamentazione inglobante il *rating*, esso – al di là delle varie formule usate (“opinione professionale”, “giudizio sintetico”, “valutazione di rischio”) – esercita un'innegabile influenza e svolge molteplici funzioni nel mercato: «è un segnale per tutti i potenziali investitori – siano essi professionali o *retail*, operanti per conto proprio o di terzi – in merito al rischio insito in un determinato investimento; poi sul mercato secondario, [il *rating*] si riflette sulla quotazione dei titoli e, quindi, sul valore del portafoglio del singolo investitore; ancora, costituisce un criterio di orientamento nelle scelte di investimento degli investitori collettivi e di altri intermediari poiché i regolamenti che ne disciplinano l'attività stabiliscono (...) che i gestori possano investire solo in obbligazioni aventi un determinato *rating* minimo

³ Così Maria Pierdicchi, *Managing Director* di Standard & Poor's CSMI Italy e Responsabile S&P's per il Sud Europa nell'intervista su *Il ruolo delle agenzie di rating nel mercato finanziario* di BERTELE U., in *ITC4executive*, 10, 2012.

o, comunque, limitano l'utilizzo in titoli con *speculative grade*. Inoltre, condiziona i contratti di finanziamento perché questi ultimi spesso prevedono con apposite clausole (*trigger clauses*) che si verifichino determinate conseguenze (negative: ad esempio, scadenza anticipata) nel caso in cui il *rating* dell'emittente o di sue emissioni scenda al di sotto di determinato livello. Ancora influenza le scelte dello stesso emittente, in quanto misurando il livello di rischio, condiziona i tassi d'interesse e cioè il rendimento che deve essere offerto ai potenziali investitori; poi, condiziona la disciplina applicabile a determinati emittenti o ai detentori di determinati titoli poiché si prevede, in alcuni paesi, che essi ricevano un trattamento diversificato a seconda che i titoli raggiungano l'*investment grade* o meno. Infine, in alcuni casi, costituisce condizione necessaria per l'accesso al mercato o per il buon esito di un'operazione poiché si prevede, in alcune legislazioni nazionali, che alcuni prodotti di investimento possano essere venduti soltanto se il loro emittente possa dimostrare di avere un certo livello di merito di credito attestato da un *rating* emesso da un'agenzia [ri]conosciuta»⁴.

Ebbene, proprio in ragione di una tale influenza, si darà conto di come le diverse riforme adottate in materia abbiano trasformato il mercato del *rating*, in particolare incidendo sul c.d. meccanismo reputazionale (per cui, si parla di *rating* come «licenza regolatoria») e contribuendo alla costruzione di un complesso sistema regolatorio multilivello, presieduto da organismi di vigilanza e controllo interni ed esterni alle agenzie.

Infatti, tanto negli Stati Uniti quanto nell'Unione europea, la vocazione globale del *rating* – che non conosce limiti territoriali né barriere linguistiche – aveva fatto emergere da tempo l'inadeguatezza delle misure di controllo delle singole autorità nazionali competenti: le stesse – disponendo di un raggio di azione “solo” nazionale, per l'appunto – non consideravano l'effetto transnazionale dell'attività delle agenzie e, specie in ambito comunitario, si assisteva ad una situazione di impotenza sostanziale dovuta agli inevitabili rischi di conflitti di competenza tra le diverse autorità di vigilanza.

In breve, si mette in luce come il carattere *cross-border* dell'attività di *rating* abbia inevitabilmente portato il regolatore a contemplare diversi livelli di azione prevedendo, di conseguenza, altrettanti punti di raccordo tra *enforcement* pubblico/privato e le iniziative deontologiche (Codice IOSCO e sue revisioni).

⁴ SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2011, fasc. 3, p. 770.

Guardando nello specifico alla prospettiva comunitaria, si potrebbe dire che la stessa scelta del regolamento come strumento normativo “ideale” per una disciplina organica europea e l’istituzione di un’autorità centrale di controllo operante su tutto il territorio dell’Unione testimoniano – in maniera ancor più evidente che negli Stati Uniti – l’avvertita esigenza di un’armonizzazione nell’universo del *rating*.

In particolare, l’esigenza appare ancora più avvertita se si guarda al corretto inquadramento del *rating* come servizio e alle ripercussioni sistematiche rispetto al principio di libera circolazione dei servizi.

Eppure, nel riconoscere la meritevolezza di tutela degli interessi di quanti (tra emittenti e investitori) possono essere potenzialmente danneggiati dal *rating* delle agenzie, il regolamento UE n. 462/2013 compie una scelta di campo molto specifica, con l’introduzione dell’art. 35-*bis* rubricato, appunto «Responsabilità civile».

Infatti, per rispondere alla domanda di cui sopra (*iii*), la regolamentazione finisce per “puntare (quasi) tutto” sulla responsabilità civile.

Se, da una parte, la previsione di una fattispecie di responsabilità civile (direttamente applicabile a livello europeo) sembrerebbe confermare l’intento di armonizzazione, dall’altra, lo contraddice nella sostanza attraverso il rinvio agli ordinamenti nazionali di cui al par. 4⁵ dello stesso articolo e affidando al giudice nazionale un ampio margine di discrezionalità nel prevedere «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*».

Ecco che, allora, alla luce del regime di tutela prescelto dal legislatore, ricorrono le questioni-chiave, che rappresentano il vero cuore della ricerca, riassumibili in altri due interrogativi, oggetto del capitolo terzo (LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING*):

- (i) Esiste un problema di effettività di tutela nei confronti dei soggetti (emittenti/investitori) potenzialmente danneggiati dalla condotta delle agenzie di *rating*?

⁵ «4. I termini quali “danno”, “intenzione”, “colpa grave”, “affidamento ragionevole”, “dovuta attenzione”, “incidenza”, “ragionevolezza” e “proporzionalità”, utilizzati nel presente articolo ma non definiti, sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato (...) L’organo giurisdizionale competente in merito a un’azione di responsabilità civile intentata da un investitore o da un emittente è determinato in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato».

- (ii) Viceversa, l'eventuale configurabilità di tale responsabilità in termini di "illecito di massa" espone al rischio di *overdeterrence* per l'attività di *rating*?

In questa sede, per rispondere alle domande anzidette, verrà analizzato il regime di responsabilità previsto in capo alle agenzie di *rating*, distinguendo a seconda che questa sia fatta valere dall'emittente (SEZIONE I) o dall'investitore (SEZIONE II).

Analizzando la prima ipotesi di responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'emittente e calandosi nell'ordinamento italiano, bisognerà procedere distinguendo la dinamica dei *rating* richiesti da quella *rating* non richiesti.

Con riguardo alla dinamica dei c.d. *solicited rating*, ossia nei casi in cui l'agenzia di *rating* abbia ricevuto uno specifico incarico e abbia, dunque, stipulato con l'entità valutata un apposito contratto, si registra lo storico caso Parmalat, in cui il giudice ha riconosciuto il diritto alla risoluzione del contratto per inadempimento, con il conseguente diritto alla restituzione dei corrispettivi pagati, alla stessa committente che aveva goduto di *rating* ingiustificatamente elevati.

In questa sede, si darà conto di come, con l'accoglimento della domanda di risoluzione, il Tribunale di Milano abbia chiarito alcuni punti, delineando i contorni della responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti della controparte contrattuale, prima della riforma del 2013.

Nella stessa sezione si analizzerà anche la diversa e, per certi versi, più spinosa ipotesi di responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'emittente, quando si inserisce nella dinamica opposta dei c.d. *rating* non sollecitati, vale a dire tutti quei casi in cui gli emittenti lamentino di essere stati danneggiati da *rating unsolicited* (appunto, non richiesti), formulati senza perizia o, in alcuni casi, addirittura per "ritorsione".

Come è facilmente intuibile, un *rating* basso può avere effetti altamente lesivi sul soggetto che lo subisce perché, mettendo in dubbio la sua solvibilità, può comportare il taglio di determinate linee di credito o, più in generale, rendere assai più difficoltoso il reperimento di finanziamenti per gli emittenti.

Nonostante le numerosissime critiche mosse in radice alla pratica dei *rating* non sollecitati, il regolatore ha scelto di non vietare tale pratica, limitandosi a prevedere una serie di obblighi di trasparenza. In questo contesto, ci si chiede quali siano i rimedi a disposizione dell'emittente che si ritenga danneggiata da un *rating* siffatto.

In risposta a tale quesito e in un'ottica di parziale interferenza con il diritto *antitrust*, si vaglieranno alcune proposte, che tentano di ricondurre la condotta delle agenzie nella

dinamica sopra citata a particolari ipotesi di abuso di posizione dominante (art. 102 TFUE) ovvero di abuso di dipendenza economica (art. 9 L. 192/1998).

La sezione II del capitolo terzo sarà, infine, dedicata alla complessa questione sulla natura della RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING* NEI CONFRONTI DEGLI INVESTITORI.

Analizzando i vari tentativi di qualificazione giuridica avanzati dalla dottrina, si avrà modo di rilevare come i modelli teorici alternativi alla tutela aquiliana – principalmente rispondenti ad una generale tendenza di riconduzione ad una qualche “schema contrattuale” – non siano percorribili né, in ultima analisi, più efficaci.

Si procederà, quindi, alla disamina dei principali caratteri di tale modello di responsabilità extra-contrattuale “adattato”, evidenziandone le principali criticità in termini di effettività della tutela nei confronti di quella particolare categoria di investitori, considerata più debole.

CAPITOLO I

NASCITA, EVOLUZIONE E REGOLAMENTAZIONE DELLE AGENZIE DI *RATING*

0. Premesse

Le agenzie di *rating* (o *Credit Rating Agencies*, nel termine anglofono) sono società di diritto privato, che operano nel mercato finanziario attraverso l'emissione di "giudizi sintetici" (*rating*, appunto) sul merito creditizio di un emittente e/o sul grado di rischio di un prodotto finanziario, esprimendo quindi un *voto* su titoli di enti pubblici o privati e sui debiti sovrani. In breve, con questi giudizi le agenzie comunicano agli investitori e, più in generale, a tutti coloro che operano nel mercato se e in che misura una società, un ente o uno Stato siano *solvibili*, cioè capaci di provvedere al regolare pagamento del capitale prestato e degli interessi (c.d. *issue rating*) oppure di adempiere (adeguatamente e tempestivamente) a tutte le obbligazioni finanziarie assunte (c.d. *issuer rating*)⁶.

⁶ Secondo la CONSOB, il *rating* consiste in «una valutazione dell'idoneità di un emittente a provvedere in modo esatto e tempestivo sia al rimborso del capitale, sia al pagamento degli interessi relativi ad una o più emissioni di titoli di debito». In base ad una definizione della stessa S&P il *rating* è «l'opinione sulla capacità e volontà di un soggetto economico di pagare puntualmente alla scadenza il debito contratto, fornendo per estensione una informazione aggiornata sulla solvibilità». Tra gli altri, GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in (a cura di) F. MARTORANO, G.B. PORTALE, N. SALANITRO, *Il diritto della Banca e della Borsa. Studi e dibattiti*, Milano, Giuffrè, 2008, pp. 410 ss.; DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, Cedam, 2012, *passim*; MONTALENTI P., *Le agenzie di rating: appunti in Le agenzie di rating*, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 389 ss.; PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. Comm.*, 2010, fasc. 1, pp. 121 ss.; PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazioni di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, fasc. 1, pp. 179 ss.; RENZULLI V., *Osservazioni in tema di obblighi informativi degli intermediari nella valutazione di adeguatezza e rilevanza del giudizio di rating*, nota a Corte d'App. Milano, sent. 17 maggio 2012 in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2014, fasc. 3, pp. 312 ss.; RISSO G., *La responsabilità extracontrattuale delle agenzie di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, nota a Cass. Sez. un., ord. 22 maggio 2012, n. 8076, in *Dir. del commercio internazionale*, 2013, fasc. 3, pp. 849 ss.; SMORTO G., *Reputazione, fiducia e mercati*, in *Europa e diritto privato*, 2016, fasc. 1, pp. 199 ss.; URBANI F., *La dimensione sovranazionale del rating: Regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Dir. comm. inter.*, 2015, fasc. 2, pp. 583 ss.; VELLA F., GHETTI R., *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016, fasc. 6, pp. 762 ss.

Al fine di comprendere meglio il ruolo assunto da tali soggetti nei sempre più globalizzati sistemi economici dei Paesi occidentali ⁷, di seguito si propone – senza pretese di esaustività – una ricostruzione del fenomeno evolutivo di cui le agenzie di *rating* si sono rese protagoniste, ripercorrendo i principali mutamenti socio-economici che hanno contribuito a delineare l'attuale assetto degli interessi in gioco.

Guardando all'analisi fenomenologica delle agenzie di *rating*, è possibile individuare *tre fasi* fondamentali:

- i) fase dell'*autoregolazione* del mercato, o più specificatamente di sostanziale disinteresse del legislatore nei confronti dell'attività svolta dalle agenzie di *rating* sul mercato;
- ii) fase della *regolamentazione per la fiducia nel rating*, con l'introduzione delle prime discipline organiche volte, da una parte, a regolare il prodotto-*rating* al fine di garantirne un elevato livello di qualità (e quindi di affidabilità), dall'altra, a “regolarizzare” i soggetti-produttori, attraverso il meccanismo della registrazione delle agenzie e di forme di gestione e controllo;
- iii) la *regolamentazione nella fase della sfiducia*, intendendosi con tale formula l'indirizzo di segno contrario seguito dalle riforme, volte espressamente a ridurre l'eccessivo affidamento al *rating* del credito, così depotenziando il ruolo delle agenzie.

Il percorso evolutivo così tracciato disegna i contorni del quadro, in cui si inscrivono la nascita, l'evoluzione e la regolamentazione del fenomeno, con l'intento di metterne in luce fin da subito le criticità.

⁷ Anche nell'area dell'Asia-Pacifico si assiste ad un enorme sviluppo dell'attività del *rating*, trainato in particolar modo dalla rapida espansione del mercato finanziario nipponico a partire dalla seconda metà degli anni '80. Tuttavia, la diversità di caratteri dei mercati asiatici rispetto a quello statunitense (e, di riflesso, europeo) ha determinato un'evoluzione delle agenzie di *rating* del credito, basata su esperienze differenti e avvenuta in momenti storici diversi. Per una panoramica sulle principali agenzie nazionali asiatiche e sulla relativa struttura cfr., FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, Bologna, Il Mulino, 2014, pp. 33 ss.

SEZIONE I

LA FASE DELL'AUTOREGOLAZIONE

SOMMARIO: 1. Le origini delle agenzie di *rating* del credito: prime apparizioni sui mercati finanziari – 1.1 Dall'*History of the Railroads and Canals of the United States* alla nascita di Standard & Poor's – 1.2 Il nuovo progetto di John Moody: l'ampliamento dell'offerta informativa agli investitori con il *Moody's Analysis of Railroad Investments* del 1909 – 1.3 La pubblicazione delle statistiche finanziarie sui titoli scambiati nella Borsa di New York: J.K. Fitch fonda la Fitch Publishing Company – 2. Il contesto delle asimmetrie informative e la funzione dei servizi di *rating* – 3. La diffusione del *rating* negli anni '70 e il cambio di paradigma nel modello del *business*: l'emersione dei conflitti di interesse – 4. Prima qualificazione del *rating* come mera opinione: «*the world's shortest editorials*» – 5. I fallimenti dell'autoregolazione e la presa di coscienza del vuoto normativo

1. Le origini delle agenzie di *rating* del credito: prime apparizioni sui mercati finanziari

La prima fase evolutiva, convenzionalmente riferibile al lasso temporale che va dal 1841 al 1975, ritrae la prima apparizione delle agenzie di *rating* in un periodo storico in cui le obbligazioni private iniziavano a circolare accanto alle obbligazioni del debito sovrano.

A dispetto dell'importanza strategica rivestita dal mercato del *rating*, le sue origini non coincidono con quelle dei mercati finanziari, sulla cui scena le agenzie compaiono negli Stati Uniti solo nei primi del Novecento, ben tre secoli dopo l'invenzione olandese delle prime *common stock* (ossia le azioni ordinarie)⁸. Il considerevole ritardo dell'avvento del *rating*, nella

⁸ La rivoluzione finanziaria, che getta le basi del sistema monetario e finanziario moderno, si fa convenzionalmente coincidere con l'introduzione nell'Olanda del '600 di alcuni istituti giuridico-finanziari cruciali, quali, ad esempio, le società per azioni a partecipazione diffusa, l'offerta pubblica di titoli di debito e di titoli di partecipazione al capitale di rischio (*i.e.* le azioni), la nascita di banche che provvedono ad aumentare la velocità di circolazione della moneta (nel 1608 la *Beurs van Amsterdam*, una delle prime Borse Valori al mondo e nel 1609 la *Wisselbank*, ossia la Banca di cambio di Amsterdam). Su spinta di Guglielmo d'Orange, a partire dal 1688, le principali innovazioni finanziarie olandesi sono esportate in Inghilterra e nel 1694 viene fondata la *Bank of England*, in quella che diverrà la capitale finanziaria d'Europa. Soltanto un secolo dopo, i neonati Stati Uniti indipendenti assistono a un processo di sviluppo molto simile a quello europeo, ma più repentino. Infatti, grazie all'opera dell'allora primo segretario del tesoro Alexander Hamilton, nel periodo che va dal 1789 al 1795, gli Stati Uniti passano dall'essere un paese sull'orlo della bancarotta all'avere finanze pubbliche solide, una moneta stabile, un sistema bancario con una banca centrale nonché mercati obbligazionari e azionari in diverse città. In argomento, si rinvia a SYLLA R., *An Historical Primer on the Business of Credit Rating*, in R. M. LEVICH - G. MAJNONI - C. M. REINHART, eds., *Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*, Kluwer Academic Boston, 2002, pp. 19 ss.; MADISON H. J., *The Evolution of Commercial Credit Reporting Agencies in Nineteenth-Century America*, in 48

storia dei mercati finanziari, si spiega in ragione del fatto che, dato l'assetto finanziario dell'epoca, non si avvertiva tra gli investitori l'esigenza di tale servizio.

Infatti, sui mercati nazionali e internazionali circolavano in modo diffuso, se non esclusivo, titoli di debito pubblico e obbligazioni garantite dallo Stato, sulla cui solvibilità si faceva ragionevolmente affidamento ⁹.

La percezione del rischio iniziò a crescere nella seconda metà dell'Ottocento, proprio in conseguenza della collocazione sui mercati di titoli obbligazionari emessi da società private, non fosse altro per il fatto che in relazione agli stessi vi erano pochi controlli e si disponeva, di conseguenza, di molte meno informazioni.

In particolare, negli Stati Uniti l'avanzare dello sviluppo industriale aveva incrementato notevolmente il fabbisogno finanziario per la realizzazione di imponenti

Bus. Hist. Rev. 1974, pp. 164 ss.; FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 17 ss., CONSOB, *La finanza nella storia*, in *Approfondimenti di Educazione finanziaria*, consultabile sul sito ufficiale www.consob.it.

⁹ FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit. p. 18; DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 28, dove – in relazione alle obbligazioni di debito sovrano del tempo – si aggiunge che «in quanto titoli immessi sul mercato dagli Stati, sono assistiti da una garanzia di rimborso immediato in caso di *default*». Sul punto, tuttavia, si impone una precisazione: nel momento in cui si verifichi un *default*, il rimborso (inteso quale pagamento di interessi o della quota capitale o del valore nominale del titolo), per definizione, non avviene. Il *default*, in quanto tale, presuppone che l'emittente sia insolvente. Si può sostenere – in linea teorica e in via generalissima – che i titoli di Stato siano “meno rischiosi” dei titoli obbligazionari emessi da società private, la cui valutazione sul rischio si fonda comunque su informazioni contenute nel tasso d'interesse e, dunque, tale affermazione è vera fintantoché ciò sia rispecchiato dal rispettivo valore dei tassi d'interesse. Da qui, dedurre la sicurezza *tout court* dell'investimento in un titolo pubblico rispetto a quello in titolo privato non è corretto. Come le società private, anche gli Stati possano fare *default*: esemplificativamente, gli Stati Uniti d'America nel periodo dal 1779 al 1971 sono stati interessati da sei diverse tipologie di crisi del debito sovrano (*sub specie*, *default* sovrano e ristrutturazione del debito) per cause e con conseguenze differenti. Infatti, per completezza, si aggiunga che nell'ipotesi in cui uno Stato si trovi nella contingenza di non poter ripagare la scadenza di alcuni titoli di precedente emissione, gli scenari prospettabili sono quattro: (i) emettere altro debito per riuscire a far fronte a quel determinato pagamento (ma, in tal caso, non si tratterebbe allora di *default*); (ii) o eseguire un taglio del debito (c.d. “*haircut*”) dando luogo a un *default* “parziale” dello Stato, poiché anziché ripagare l'intero ammontare dei titoli precedentemente emessi, ne rimborsa solo una parte; (iii) oppure, come spesso avveniva storicamente – avendo lo Stato sovranità monetaria – mettere in atto una manovra monetaria espansiva, stampando moneta con conseguente aumento del tasso di inflazione; (iv) o, in alternativa, assistere al *default* per così dire “completo” dello Stato in questione, per cui non si ripaga nulla dell'ammontare dei titoli emessi. cfr. per tutti SAUNDERS A. - MILLON CORNETT M. - ANOLLI M. - ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari*, Milano, McGraw-Hill Companies S.r.l., 2011, pp. 515 ss.

progetti di infrastrutture (nella specie, reti stradali e ferroviarie), rendendosi così necessaria l'apertura dei mercati anche alla circolazione di obbligazioni private.

Da qui, il bisogno di divulgare informazioni circa la solvibilità di tali emittenti, al fine di consentire agli investitori e risparmiatori di compiere scelte oculate. Tali informazioni, in particolare, dovevano riguardare la struttura, il capitale a disposizione e gli utili delle società.

Tuttavia, il reperimento di tali nozioni non era affatto facile, il mercato era 'opaco' e gli investitori non avevano modo di accedere ai bilanci delle società private o alle relazioni finanziarie intrattenute da queste.

È in questo contesto di crescita del mercato di capitale privato e di ascesa dell'industria ferroviaria (supportata, appunto, da cospicui finanziamenti pubblici e privati) che si inseriscono le agenzie di *rating* nella loro forma primordiale.

Segnatamente, si considerano precorritrici delle agenzie di *rating* le c.d. *credit reporting agencies*, affiancate, nella funzione di circolazione dell'informazione economica, dalla stampa finanziaria specializzata¹⁰ e dalle banche di investimento¹¹.

Le *credit reporting agencies* erano agenzie di credito mercantile, nate dall'esigenza di gestire il rischio del credito commerciale delle imprese trovatesi ad operare su un mercato in espansione sempre più vasto, in cui le lettere di raccomandazione non erano più in grado di assicurare un adeguato canale informativo tra le controparti contrattuali¹². La *Mercantile Agency*, prima agenzia specializzata di *credit reporting*, fu fondata nel 1841 da Lewis Tappan a

¹⁰ Dalle fonti storiche si evince che nel 1832 tutte le principali informazioni finanziarie relative al settore ferroviario – che, come si è detto, all'epoca costituiva l'emblema dell'imprenditoria americana – erano riportate su un'apposita rivista specializzata, denominata *The American Railroad Journal* ed espressamente indirizzata al pubblico degli investitori del settore. Sul punto, cfr. SYLLA R., *An Historical Primer on the Business of Credit Rating*, cit., pp. 19 ss.; FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit. pp. 20 ss.

¹¹ Le banche di investimento rappresentavano un canale informativo indiretto, in quanto nella sottoscrizione, acquisizione e distribuzione di titoli si imponeva loro lo svolgimento di una preliminare attività informativa onde persuadere gli investitori, mettendo in gioco il proprio "capitale reputazionale"; *ibidem*.

¹² Per poter acquisire maggiori informazioni sui potenziali soggetti coinvolti nelle transazioni commerciali si ricorreva a tali lettere, le quali dovevano essere stilate da chi aveva avuto precedenti rapporti in affari col soggetto di cui trattavasi (appunto, "raccomandato"). Tuttavia, «[d]uring the seventeenth and eighteenth centuries, colonial importers customarily extended up to a year of credit to their retail customers, shopkeepers and general stores. Payments were often late and it was difficult for sellers to gather credible information about the reputation of buyers: letters of reference were faked or forged, detailed financial data were not available and the process was tediously slow», PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, n. 3, 1999, p. 636.

New York. La fortuna di tale agenzia fu segnata dalla bontà e dall'efficienza della sua struttura organizzativa: questa, infatti, si serviva di una fitta rete di agenti addetti alla raccolta di dati, relativi ai rapporti d'affari e al merito creditizio dei commercianti interessati ¹³. Le informazioni raccolte venivano vendute ai sottoscrittori, il cui numero crescente segnava una progressiva espansione del relativo bacino di utenza di tale attività. Nel 1859, Robert Dun, dopo aver acquisito l'agenzia, pubblicò la prima "*ratings guide*". La pubblicazione del primo *commercial rating book* si ebbe, invece, due anni prima ad opera di John Bradstreet, fondatore di un'altra agenzia mercantile. Nel 1933, la fusione delle due agenzie diede vita alla Dun & Bradstreet Company, di seguito incorporata nella Moody's Investor Service nel 1962 ¹⁴.

A partire dagli anni Settanta, il tasso di crescita del mercato del *rating* andava di pari passo con il suo livello di concentrazione, così delineando le premesse dell'assetto oligopolistico attuale, vale a dire la predominanza sulla scena mondiale delle c.d. "Tre Sorelle" (o "*Big Three*"): Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings.

¹³ L'idea originaria di Tappan fu quella di tenere archivi sui clienti, rivedendo periodicamente i dati più rilevanti e la loro affidabilità creditizia. Successivamente, sfruttando le sue connessioni abolizioniste in tutto il Paese, diede vita ad una rete di corrispondenti per offrire informazioni aggiornate e complete sul credito sulle persone nelle loro comunità. Sebbene alcuni vedessero i file conservati negli archivi della *Mercantile Agency* come una violazione della privacy, appena tre anni dopo la fondazione, nel 1844 l'azienda contava 280 clienti e tre diverse filiali a Boston, Philadelphia e Baltimora.

¹⁴ Cfr., tra gli altri, CANTOR R., PACKER F., *The Credit Rating Industry*, in *The Journal of Fixed Income*, Harvard University, 1995, pp. 10 ss.; MADISON H. J., *The Evolution of Commercial Credit Reporting Agencies in Nineteenth-Century America*, cit., pp. 164 ss.; FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 19 ss.; DARBELLAY A., *Regulating Credit Agencies*, Cheltenham, UK – Northampton, USA, 2013, pp. 208 ss.

1.1 Dall'*History of the Railroads and Canals of the United States* alla nascita di Standard & Poor's.

La prima più grande agenzia di *rating* del mondo ha origini risalenti nel tempo e legate al nome di Henry Varnum Poor, avvocato e imprenditore cui si deve la pubblicazione, nel 1860, del celebre volume "*History of Railroads and Canals of the United States*" («Storia finanziaria delle ferrovie e dei canali degli Stati Uniti»). Il documento conteneva una raccolta di dati finanziari e dettagli tecnico-operativi sull'industria ferroviaria americana, all'epoca settore – come si è detto – con la più alta densità di investimenti dell'intera nazione. L'opera di Poor mirava alla creazione di una maggiore trasparenza negli investimenti, progetto che maturò quando, dopo la costituzione – insieme al figlio Henry William – della H. V. Poor & H. W. Poor's Company, nel 1868 la relazione finanziaria fu sostituita dal *Manual of Railroads of the United States*. Il manuale, annualmente aggiornato, rappresentava la prima rassegna completa di tutti i dati economico-finanziari più rilevanti per chiunque volesse investire nel settore ferroviario.

Tuttavia, il punto di svolta si ebbe nel 1906, quando l'analista finanziario Luther Lee Blake intuì la vera portata dell'innovazione dei Poor's, esportandola anche in altri settori industriali diversi da quello ferroviario. Nacque allora la Standard Statistics Bureau, la cui attività consisteva nell'elaborazione di indici finanziari chiari e trasparenti, raccolti in un unico volume (annualmente aggiornato) che fungesse da fonte centralizzata di informazioni finanziarie. Nel 1916, quella che si era evoluta nella Poor's Publishing Co. pubblicò il suo primo *rating*, affermando per tutti i successivi anni '20 la sua posizione nella stima delle obbligazioni societarie. Specularmente, all'esito di una serie di trasformazioni societarie, la Standards Statistics Inc. fece lo stesso nel settore dei titoli municipali, elaborando nel 1923 il primo indice di Borsa. Solo nel 1941, una volta superati gli strascichi della crisi del '29, la fusione delle due compagnie determinò la fondazione dell'agenzia di *rating* Standard & Poor's

¹⁵.

¹⁵ Sul punto, cfr. più diffusamente il sito ufficiale dell'agenzia, nella sez. *Our History* <www.spglobal.com>, nonché BANTA M., FRIEDMAN W. A., (eds.), *Poor's Manual: The Rise of Business Analysts*, in *Railroads and the Transformation of Capitalism*, Harvard Business School-Historical Collection, 2012, disponibile su <<https://www.library.hbs.edu/hc/railroads/business-analysts.html>>; FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit. 23 ss.; DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., pp. 30 ss.

1.2 Il nuovo progetto di John Moody: l'ampliamento dell'offerta informativa agli investitori con il *Moody's Analysis of Railroad Investments* del 1909.

Sebbene le origini di Standard & Poor's (di seguito, anche S&P's) siano più antiche, il primo *rating* sulle obbligazioni della storia fu pubblicato nel 1909 da John Moody, padre fondatore dell'omonima agenzia.

Segnatamente, la John Moody & Company, fondata nel 1900, aveva già pubblicato nello stesso anno il *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, comprensivo di informazioni e indagini statistiche su azioni e obbligazioni di categorie di emittenti estremamente variegata (quali istituzioni finanziarie e agenzie governative, imprese minerarie, manifatturiere o società distributrici di prodotti alimentari). Il manuale ebbe un successo e una risonanza enormi, tanto che nel 1903 era conosciuto in tutto il Paese.

Nonostante la battuta d'arresto subita con il crollo della borsa del 1907, l'attività di Moody fece il grande salto con la pubblicazione nel 1909 del *Moody's Analysis of Railroad Investments*. Quest'ultimo manuale, a differenza del primo, non si limitava solamente a fornire agli investitori un'accurata raccolta di dati finanziari, ma si spingeva ben oltre analizzando il valore dei titoli e assegnando dei *voti* – attraverso un sistema alfanumerico – in base alla relativa qualità delle obbligazioni emesse dalle imprese ferroviarie. In sostanza, la novità stava nella *valutazione* che Moody offriva sui vari titoli.

In un momento storico in cui la fiducia degli investitori si era sensibilmente ridotta a fronte della recentissima crisi finanziaria, John Moody seppe interpretare le nuove esigenze informative del mercato, organizzando un'articolata rete di pony, adibita ad una quanto più celere consegna di informazioni sullo stato di avanzamento dei lavori delle infrastrutture. Le reti ferroviarie in costruzione, infatti, si estendevano per migliaia di chilometri ad Ovest, rendendo difficile – dati i collegamenti del tempo – l'aggiornamento con il centro finanziario di New York.

Fu così che Moody's, anche attraverso l'apposito sistema di pony, riuscì a ridurre i ritardi informativi e offrire un servizio innovativo di *analisi* delle azioni e delle obbligazioni, divenendo negli anni a seguire uno dei maggiori *leader* mondiali del mercato del *rating*¹⁶.

1.3 La pubblicazione delle statistiche finanziarie sui titoli scambiati nella Borsa di New York: J.K. Fitch fonda la Fitch Publishing Company.

Sul piano del profilo storico, mentre S&P's e Moody's possono considerarsi assimilabili, la terza (in ordine di importanza) delle *Big Three* conosce uno sviluppo parzialmente diverso.

Il 24 dicembre del 1913 John Knowles Fitch fondò la Fitch Publishing Company, la cui attività consisteva nella pubblicazione delle statistiche finanziarie di tutti i titoli presenti nel listino della Borsa di New York. In breve, la società di J. K. Fitch divenne *leader* del settore, pubblicando prima il *Fitch Bond Book* e, successivamente, il *Fitch Stock and Bond Manual*.

Solo nel 1924, l'aumento della domanda di un'analisi indipendente degli strumenti finanziari portò Fitch Publishing Company ad ampliare i suoi orizzonti, adottando anch'essa la scala di valori alfanumerici da AAA a D, ossia la scala di *rating*, tutt'ora conosciuta quale sistema di valutazione del merito creditizio più usato al mondo.

Insieme alle due principali competitor, nel 1975, l'agenzia ottenne dalla *Security Exchange Commission* (di seguito, SEC) il primo riconoscimento ufficiale quale *National Recognized Statistical Rating Organization* (d'ora in poi NRSRO)¹⁷.

Nel 1989, a seguito di una ricapitalizzazione, divenne Fitch Ratings e iniziò ad estendere la propria area di operatività ad altri settori, quale quello della finanza strutturata.

Sebbene di dimensioni inferiori rispetto alle altre "Sorelle", l'evoluzione di Fitch Ratings è caratterizzata da un elevato quanto rapido tasso di espansione, che – durante tutto il corso degli anni Novanta – la vide conquistare, su scala globale, quote di mercato sempre

¹⁶ Sul profilo storico, si rimanda a FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit. 20 ss.; DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., pp. 33 ss., nonché all'apposita sezione dedicata nel sito ufficiale dell'agenzia, <www.moody.com>.

¹⁷ Sul punto, si vd. *infra* SEZ. II di questo Cap.

maggiori (in particolare, oltre che nel settore bancario, anche in quello delle istituzioni finanziarie e degli emittenti sovrani)¹⁸.

2. Il contesto dei servizi di *rating* e la circolazione dell'informazione economica

Onde poter inquadrare correttamente l'attività e i soggetti portati all'attenzione del legislatore (statunitense prima ed europeo poi), si impone una precisazione in ordine al contesto in cui essi operano.

È bene ribadire – specie in funzione di quanto verrà approfondito in seguito – che i soggetti della presente indagine non sono altro che privati specializzati nell'elaborazione di un particolare indicatore in grado di rappresentare il rischio di *default* di un determinato debitore-emittente (*issuer rating*) o di un determinato titolo-emissione (*issue rating*)¹⁹. In estrema sintesi, il *rating* assimila e riassume in poche lettere i risultati di analisi e valutazioni

¹⁸ L'obiettivo fu reso possibile anche attraverso una lunga serie di fusioni e acquisizioni: «[n]el 1997, Fitch Ratings si fondeva con la IBCA Limited, con sede a Londra ed entrava così nella *holding* Fimalac S.A., che aveva acquistato IBCA nel 1992 (...). Sono quindi seguite una serie di acquisizioni, *in primis*, quella di Duff & Phelps Credit Rating Co., con sede in Chicago, nell'aprile 2000 e, di poi, quella di Thomson Bank Watch, che contribuirono a rafforzare la presenza di Fitch Ratings nei settori societario, delle istituzioni finanziarie, delle assicurazioni e della finanza strutturata. Fitch Group, nel gennaio 2005, ha acquistato Algorithmics, società che si occupa della gestione del rischio di impresa e oggi ha le sedi principali a New York e a Londra», DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 34.

In argomento, cfr., anche FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 25 ss. nonché il sito ufficiale dell'agenzia, nella sezione *Company History*, <www.fitchratings.com>.

¹⁹ Oltre alla definizione normativa di *rating*, per cui si rinvia all'art. 3, p. 1, lett. a) reg. CE n. 1060/2009 (così come da ultimo mod. con reg. UE n. 462/2013), non appare superfluo riportare in questa sede le definizioni autoreferenziali delle stesse agenzie. Tra le altre, Standard & Poor's riporta: «*opinione* [corsivo aggiunto] sul merito di credito complessivo del debitore (*issuer rating*) oppure sul merito di credito del debitore con riferimento a una particolare obbligazione finanziaria (*issue rating*), valutato sulla base di una serie di fattori di rischio rilevanti»; sulla stessa linea, Moody's: «*opinione* [corsivo aggiunto] sulla capacità futura di un'emittente di adempiere alle scadenze prestabilite al pagamento del capitale e degli interessi relativi a una specifica obbligazione».

particolarmente complesse, traducendole in una forma di facile comprensione e, potrebbe dirsi, “pronta all’uso”²⁰.

Invero, la *rivoluzione del giudizio sintetico* sta proprio in questo: rendere semplici informazioni complesse per ridurre l’asimmetria informativa²¹. Infatti, scopo delle agenzie di *rating* è proprio quello di aumentare l’efficienza del mercato dei capitali. In generale, quando si fa riferimento all’efficienza del mercato dei capitali si considerano i prezzi delle attività e dei loro rendimenti come risultato dell’operare della domanda e dell’offerta in un mercato competitivo popolato da individui razionali²².

Tali individui – nell’ottica dell’efficienza, appunto – acquisiscono rapidamente le informazioni rilevanti per la determinazione dei prezzi delle attività finanziarie e li modificano

²⁰ ENRIQUES L., GARGANTINI M., *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, fasc. 2, p. 500, dove si sottolinea come i *rating* «rispondono a un inevitabile bisogno di semplificazione cognitiva».

²¹ Sul punto, il passaggio è descritto in modo chiaro da PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit. p. 638, dove l’A. riporta le valutazioni profetiche di John Moody: «Moody believed that if he could synthesize the complex data in these reports into a single rating symbol for each bond, he could make his fortune selling such ratings to the public».

²² Per una lucida analisi sul problema della trasparenza nell’intermediazione finanziaria e dei tentativi perequativi della normativa di settore in rapporto ai *deficit* cognitivi dell’investitore medio, cfr. GRECO F., *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi in Resp. civ. e Previdenza*, 2018, fasc. 3, p. 766, secondo cui «[i]l presupposto concettuale alla base della normativa attuale verte sull’intento perequativo delle posizioni contrattuali mediante la previsione dell’onere, gravante sulla parte qualificata, di rendere pienamente edotta la controparte circa la natura e le caratteristiche del contratto. Sotto questo profilo, l’applicazione della normativa, che nel corso degli anni ha ricevuto numerose modifiche e implementazioni, ha evidenziato inevitabili situazioni di squilibrio a causa dello scostamento dal paradigma della razionalità, che costituisce il fondamento della normativa. Alla luce di tali premesse, ragioni etiche, prima ancora che economiche, richiedono un radicale ripensamento di quest’ultima; da un punto di vista sostanziale, l’approccio protezionistico, rispondente esclusivamente al paradigma della razionalità, non appare più sufficiente se non adeguatamente affiancato da un’architettura normativa che prenda in considerazione l’esistenza e l’incidenza degli elementi esterni all’informazione quali i *deficit* cognitivi o gli scostamenti dalla teoria della scelta razionale. Dal punto di vista normativo, la granitica definizione dei criteri di trasmissione delle informazioni evidenzia la piena consapevolezza da parte del legislatore [nazionale, ma riferibile in questa sede *a fortiori* anche a quello europeo: n.d.e.] dei problemi legati alla comprensibilità di queste ultime. Sotto il profilo sostanziale, invece, le dinamiche della contrattazione fanno venir meno l’immagine del contratto “giusto” quale simbolo ed espressione di personalismo, in quanto privo di quell’elemento necessariamente propedeutico al raggiungimento di un accordo “democratico”: la consapevolezza dell’*an* della negoziazione».

a seconda delle informazioni in quel momento a loro disposizione. Più precisamente, la valutazione corretta delle attività finanziarie è rappresentata dal valore attuale al netto del flusso dei profitti futuri attesi. In altri e più diretti termini: il prezzo di mercato di ogni attività dovrebbe essere pari al suo valore ²³.

Infatti, se è vero che tutte le informazioni pubblicamente disponibili (correnti e passate) sono perciò solo incorporate nei prezzi, allora solo nuove informazioni sono in grado di determinare una variazione nei prezzi medesimi.

Naturalmente, la necessità di informazioni e i costi necessari ad acquisirle variano in relazione alla natura dei beni e dei servizi considerati. Chi desidera acquistare un tavolo, o commissionare la costruzione di un immobile è, mediamente, nelle condizioni di valutare le caratteristiche di questi beni (il materiale del tavolo, le sue finiture, la superficie della casa, la sua posizione, ecc.) e di stabilire se il prezzo richiesto sia congruo rispetto alla loro capacità di soddisfare i suoi bisogni. Di conseguenza, egli riesce a svolgere, compiendo le scelte di acquisto, quel ruolo di “arbitro” del mercato che il sistema concorrenziale gli riconosce ²⁴. Al contrario, quando si tratta di beni scambiati sul mercato finanziario, la questione si complica notevolmente.

Invero, l’osservazione delle dinamiche dei mercati mostra come raramente tutte le informazioni relative alle attività finanziarie siano così facilmente “fruibili” per gli operatori economici. In questo caso, i “beni” hanno natura intangibile ed aleatoria perché consistono in diritti di credito di contenuto incerto, che sarà determinato da fatti futuri, la cui comprensione e prevedibilità è collegata ad informazioni. L’acquisizione di tali particolari informazioni può risultare proibitivamente costosa o addirittura – secondo alcuni – impossibile: gli emittenti, infatti, disporranno sempre di un vantaggio conoscitivo rispetto agli investitori: la c.d. asimmetria informativa (*rectius*, le asimmetrie informative) ²⁵.

²³ FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, cit., pp. 49 ss. Per un’analisi sui rapporti tra informazione e mercati, si vd. per tutti AKERLOF G., *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism*, in 84 *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, pp. 488 ss.; BOITANI A., PETRETTO A., *Introduzione*, in STIGLITZ J. E., *Informazione, economia pubblica e macroeconomia*, Bologna, Il Mulino, 2002, pp. 25 ss.

²⁴ ROMANO G., *Le agenzie di rating del credito: fenomenologia e regolamentazione*, in *Archivio CERADI*, ottobre 2010, pp. 5 ss.

²⁵ Ne dà una chiara definizione GIUDICI P. (*La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, op. cit., pp. 7 ss.), inquadrandola tra i fallimenti di mercato che incarnano quelle ragioni economiche, invocate per giustificare l’impiego del diritto privato come strumento di regolazione, capace di operare in concorso con il diritto pubblico.

Posto che il tasso d'interesse richiesto dall'investitore è direttamente proporzionale al profilo di rischio dell'emittente, quest'ultimo avrà interesse a far credere di avere un basso livello di rischio (anche qualora ciò non fosse vero) in modo da pagare un tasso d'interesse inferiore.

Come ampiamente documentato dalla dottrina in materia, proprio l'esigenza di mitigare le situazioni di asimmetria informativa determina l'origine e il recente (quanto rapido) sviluppo delle agenzie di *rating*.

Sul punto, non sembra superfluo notare come l'asimmetria informativa possa generare diverse inefficienze nel funzionamento del mercato (da qui, l'utilizzo del termine al plurale), in questa sede circoscrivibili alle due tipologie della selezione avversa (*adverse selection*) e dell'azzardo morale (*moral hazard*).

Prima ancora che si instauri il rapporto tra emittente e investitore, la tendenziale impossibilità per quest'ultimo di determinare *ex ante* la solvibilità del primo implica – su larga scala – l'incapacità di distinguere tra le diverse classi di emittenti; di conseguenza, il tasso d'interesse che si determina sul mercato risulterà sproporzionato in eccesso per gli emittenti aventi una bassa probabilità d'insolvenza e, al tempo stesso, sproporzionato in difetto per quelli che, al contrario, presentano un'alta probabilità d'insolvenza. Saranno solo questi ultimi a rimanere sul mercato nel breve periodo perché gli emittenti con basso profilo di rischio (essendo costretti a corrispondere interessi troppo alti) tenderanno a cercare canali di finanziamento alternativi. Ciò, nel lungo periodo, porta ad un deterioramento dello *standard* qualitativo del mercato, con una riduzione del volume degli scambi e un aumento dei tassi di interesse (c.d. selezione avversa) ²⁶.

Il secondo tipo di effetto distorsivo dovuto all'asimmetria informativa si annida, invece, nell'esecuzione del contratto, ossia quando la relazione emittente-investitore è già sorta ed entrambe le parti sono obbligate ad adempiere le rispettive prestazioni. L'asimmetria informativa *ex post* può, infatti, dar luogo a fenomeni di comportamento opportunistico, meglio noti come *moral hazard*.

In particolare, una volta avvenuta l'erogazione, il fornitore di fondi – a differenza dell'utilizzatore – non disponendo dei mezzi idonei a monitorare il grado di rischio con il

²⁶ Cosicché «*lemons will dominate the markets*», EASTERBROOK F. H., FISCHEL D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge MA, Harvard University Press, 1991, p. 280, nonché AKERLOF G., *The Market for Lemons ...op. cit.*, pp. 488 ss.

quale i fondi verranno impiegati (*bidden action*), si espone al rischio che il secondo ne modifichi l'impiego in senso sfavorevole al primo.

Si comprende, allora, come l'iniqua distribuzione delle informazioni determini degli effetti distorsivi anche *ex post*: l'emittente, infatti, dopo aver stipulato con l'investitore un contratto con un dato tasso d'interesse (calcolato, appunto, su un determinato profilo di rischio), potrebbe tendere ad adottare scelte più rischiose discostandosi così dagli standard creditizi con conseguente distorsione degli effetti del contratto.

Sebbene in tali casi l'ordinamento preveda – per quanto qui di interesse – diversi rimedi civilistici (o di autotutela privata) ²⁷, nella logica del mercato il ricorso agli stessi comporterebbe in ogni caso dei costi aggiuntivi non recuperabili per l'investitore e, da ultimo, una perdita di efficienza in termini di allocazione delle risorse ²⁸.

I servizi offerti dalle agenzie di *rating* consentono, invece, di effettuare attività di osservazione (*signalling*) e monitoraggio per conto degli operatori del mercato sotto un duplice profilo: da una parte, riducendo i costi di raccolta ed elaborazione delle informazioni rilevanti; dall'altra, rendendo consapevoli gli emittenti di essere sotto osservazione.

Dunque, l'assegnazione dei *rating* – fornendo gli strumenti per discernere le diverse categorie di emittenti in base al differente livello di rischio – contribuisce a ridurre la selezione avversa, determinando contemporaneamente nell'emittente l'*interesse* ad essere valutato, onde mostrare al mercato la propria trasparenza e la relativa assenza di azzardo morale.

Nell'ottica di analisi economica delle citate asimmetrie informative, si comprende come queste siano un presupposto ineliminabile delle dinamiche di mercato: qualora non fossero le agenzie di *rating*, sarebbero comunque altri soggetti ad avocarsi il compito di orientare *latu sensu* la platea degli investitori.

²⁷ Un classico esempio di *moral hazard* si ha nel settore assicurativo, in cui l'inserimento di apposite clausole contrattuali e il monitoraggio continuo sono prassi ormai consolidate, onde evitare il verificarsi dei suddetti effetti distorsivi. Infatti, l'assicurato è il solo a poter avere una conoscenza reale dell'effettivo grado di esposizione al rischio contro il quale vuole assicurarsi. Dopo la stipula della polizza e forte del proprio "vantaggio conoscitivo", costui potrebbe giovare in maniera opportunistica aumentando la propria esposizione al rischio e beneficiando così del risarcimento pattuito.

²⁸ Per una trattazione esaustiva sul punto, cfr. FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, pp. 49 ss.; PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?:...op. cit.*, 1999, pp. 619 ss.; DITTRICH F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, June 4, 2007, pp. 9 ss. disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=991821>>.

In questo senso, si chiarisce in quale contesto si inseriscono le agenzie e quale sia il ruolo che esse giocano nella circolazione dell'informazione economica o, per meglio dire, nella società dell'informazione ²⁹.

3. La diffusione del rating negli anni '70 e il cambio di paradigma nel modello del *business*: l'emersione dei conflitti di interesse

Contrariamente a quanto possa pensarsi, data la portata rivoluzionaria dell'intuizione di John Moody's, l'espansione dell'attività di *rating* non fu né graduale né costante; viceversa, può dirsi essere caratterizzata da un *iter* piuttosto discontinuo.

Infatti, ad una prima rapida crescita era seguito un periodo considerevolmente lungo di pressoché totale "appiattimento" dell'attività delle agenzie, dovuto alla contingenza di diversi fattori.

In primo luogo, a partire dai primi anni Trenta, la normativa statunitense aveva sfibrato il settore privatistico dei mercati finanziari, specie a causa della netta separazione tra banche commerciali e banche d'investimento, introdotta dal *Glass-Steagall Act* del 1933 ³⁰.

In secondo luogo, negli Stati Uniti, tanto le condizioni economiche (forte crescita economica punteggiata da poche e lievi recessioni) quanto quelle finanziarie erano particolarmente stabili (una quasi assenza di insolvenze obbligazionarie). Di talché, la prevalenza di circolazione dei titoli di debito pubblico (*sub specie*, obbligazioni emesse dai

²⁹ «L'informazione rappresenta la trama stessa del mercato interno. Il diritto comunitario ha l'obiettivo costante di assicurare la migliore circolazione possibile delle informazioni riguardanti i soggetti ed i loro rapporti, in modo che il mercato interno funzioni in modo corretto. È in questo ambito che si disciplinano le informazioni minime da fornire nei contratti e nella pubblicità dell'attività dei soggetti, nonché le modalità anche tecniche di comunicazioni delle informazioni. La necessità di assicurare la circolazione e l'accesso alle informazioni, soprattutto di soggetti considerati svantaggiati nel mercato (come i consumatori), comporta scelte tecniche come quella del formalismo contrattuale e incide sulla disciplina della patologia del contratto», CIPPITANI R., *Il diritto privato della società dell'informazione e della conoscenza*, in (a cura di) A. PALAZZO, A. SASSI, *Manuale di diritto privato del mercato*, Università degli Studi di Perugia, 2006, p. 167.

³⁰ In particolare, la normativa imponeva il divieto di concentrare in capo allo stesso intermediario le attività di *commercial banking* (intesa quale esclusiva raccolta del risparmio tra il pubblico ed erogazione del credito), di *investment banking* e di *insurance*. Per una ricostruzione della normativa statunitense sul punto, cfr. CAPPIELLO S., *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. comm.*, 2007, vol. 34, fasc. 1, pp. 40 ss.

governi, dagli enti federali o dalle pubbliche amministrazioni decentrate) rispetto a quelli privati aveva reso le valutazioni delle agenzie – su tali titoli così “affidabili” – quasi pleonastiche³¹.

Inoltre, le agenzie operavano ancora a livello nazionale, non potendo, quindi, nemmeno beneficiare degli assetti potenzialmente più favorevoli dei mercati finanziari esteri o di quello internazionale.

In questo contesto, la parabola delle società di *rating* sembrava essere nella sua fase discendente, considerato che i loro giudizi erano pubblicati su riviste che ben pochi consultavano³².

Lo scenario mutò radicalmente dagli anni '70 in poi, quando l'industria del *rating* conobbe una seconda giovinezza. Infatti, l'apertura delle piazze finanziarie a numerose imprese – diverse da quelle ferroviarie, ormai tramontate – aveva riportato il comparto privatistico a crescere notevolmente, vedendosi aumentare esponenzialmente il numero degli emittenti e degli investitori.

³¹ Nella dettagliata ricostruzione di Partnoy, l'A. sottolinea come, oltre che dalla stabilità dell'economia americana, l'austerità e la forte contrazione di mercato sperimentata dalle agenzie di *rating* negli anni compresi tra il 1940 e il 1950 – secondo la Teoria del *capitale reputazionale* (per cui si vd. *infra* § 6) – sarebbe dovuta dipendere dalla relativa incapacità di queste ultime di produrre informazioni accurate e rilevanti. Infatti, nonostante l'aumento della domanda di informazioni sul merito creditizio registratosi negli anni successivi (specie durante la guerra del Vietnam), il mercato del *rating* rimase stagnante. «*One study of 207 corporate bond rating changes from 1950 to 1972 found that rating agencies' changes generated information of little or no value; instead, such changes merely reflected information already incorporated into stock market prices of the companies whose ratings were changed approximately one-and-one-half-year previously. In other words, the lag between the change in stock market price due to new information and the corresponding change in bond rating was more than a year. (...) One commentator, L. Macdonald Wakeman, found that although the rating agencies had acquired excellent reputation since early 1900s for "accurately evaluating and reporting risks of new bond issues", by the 1970s, bond ratings did not actively determine, but instead simply mirrored, the market's assessment of a bond's risk*», PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?...* cit., 1999, p. 648.

³² Sul punto, cfr., per tutti, SYLLA R., *An Historical Primer on the Business of Credit Rating*, cit., p. 31, dove, in relazione a quel periodo storico, l'A. osserva come «*(...) it is not surprising that agency bond ratings mattered little in the quarter century after World War II. In the foreword to Atkinson's short book, in which agency ratings are treated as almost an afterthought, James Early wrote, "the post-war years have been so free of bond defaults that one might conclude that no quality problem exists". The leading agencies apparently employed only a few analysts each, with revenues coming from the sale of research reports*». Per la letteratura italiana, vd. sempre FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, pp. 22 ss.

La vera spinta propulsiva, però, fu data dalla massiccia opera di liberalizzazione e deregolamentazione promossa dal legislatore statunitense tra gli anni '80 e '90³³: nacquero, infatti, nuovi prodotti e servizi sempre più complessi (finanza strutturata), che portarono ad ampliare notevolmente il bacino di utenza del *rating*.

Contestualmente al “nuovo” successo registrato dall’attività, avvenne quello che può definirsi un vero e proprio cambio di paradigma nella struttura delle agenzie di *rating*: il passaggio dall’*investor-pays model* al modello dell’*issuer-pays*³⁴.

Com’è stato sottolineato da attenta dottrina, se nella prima metà del ‘900 l’elemento chiave dell’innovazione erano le agenzie di *rating* in sé, nella seconda metà del secolo esso risiede nel modo attraverso cui le agenzie medesime si finanziano³⁵.

Fino a quel momento, infatti, la struttura nel modello di *business* di tali particolari società era caratterizzata dal finanziamento da parte degli investitori, i quali all’epoca potevano considerarsi una cerchia ‘ristretta’ rispetto all’odierna concezione di categoria ‘di massa’.

Come si è visto, proprio in quanto interessati all’attività di investimento, erano costoro ad *acquistare* in abbonamento i manuali o le riviste specializzate, contenenti i *rating* pubblicati dalle relative agenzie (c.d. *investor-pays model*).

In altri termini, la rivoluzione copernicana che coinvolge le agenzie di *rating* sta in questo: si passa da un sistema in cui sono gli investitori ad acquistare i servizi delle agenzie a

³³ Iniziato nei primi anni del 1980, il processo di riforma raggiunse il suo apice con l’approvazione del *Gramm-Leach-Bliley Act* (o GLBA), determinando la definitiva metamorfosi strutturale del sistema creditizio e finanziario statunitense. Infatti, con il definitivo superamento della rigida separazione funzionale *commercial/investment banks*, «(...) il GLBA ha determinato una progressiva eliminazione delle regole che disciplinavano il settore finanziario, con una perdita del potere di controllo e sorveglianza sul sistema bancario da parte delle autorità federali. La logica sottostante alla *deregulation* è che i mercati più liberi dovrebbero essere in grado di produrre risultati migliori e di far confluire i capitali verso i loro impieghi più produttivi, rafforzando l’economia e migliorando il benessere. Innovazioni finanziarie in grado di distribuire il rischio dovrebbero ridurre il costo del capitale, permettendo a più risparmiatori di accedere al credito e rendere il sistema meno vulnerabile rispetto agli shock», CESIANO D., *I derivati e le amministrazioni pubbliche locali: l’esperienza negli USA e nel Regno Unito*, in *Giur. comm.*, 2018, fasc. 1, p. 143. Tra le più autorevoli voci critiche al GLBA, lo stesso A. segnala STIGLITZ J., *The Stiglitz report: Reforming the International monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, New York Press, 2010, pp. 56 ss.

³⁴ Di cui un’analisi particolarmente dettagliata si trova in PARTNOY F., *op. cit.*, 1999, pp. 619 ss.

³⁵ «If the credit rating agency itself was the key innovation of the earlier era, the key innovation underlying the recent era of agency growth is likely an innovation in the way agencies finance their operations», SYLLA R., *op. cit.*, p. 35.

uno in cui sono le stesse società emittenti titoli a pagare per sottoporsi ai giudizi delle agenzie medesime. Tale mutamento si riconduce a diversi fattori, su cui, peraltro, la dottrina non è unanime: da un lato, la diffusione delle fotocopie a basso prezzo (con relativo rischio di *free riding*) aveva reso la vendita dei *rating* tramite il supporto cartaceo poco redditizia³⁶; dall'altro, uno dei primi scandali finanziari (fallimento della società di trasporti *Penn Central*) aveva reso gli investitori molto più sensibili a una valutazione del merito creditizio degli emittenti; in particolare, una valutazione che fosse operata da soggetti 'specializzati' e, conseguentemente, ciò aveva indotto gli emittenti a pagare le agenzie per farsi "certificare" l'affidabilità dei propri titoli³⁷.

Alcuni, in un'ottica di pura analisi economica, hanno giustificato il pagamento a carico degli emittenti e non più degli investitori, assimilando i *rating* ai *public goods*, in quanto non-rivali (infatti, una volta emessi e resi pubblici sono liberamente fruibili da tutti i soggetti della comunità) e non-escludibili (vista l'impossibilità di impedirne l'utilizzo ai soggetti del mercato)³⁸. In questo senso, l'inversione nel modello di *business* risponde alla logica di una più facile collocazione degli strumenti finanziari da parte degli emittenti.

³⁶ Sul punto è scettico DITTRICH F., *The Credit Rating Industry...cit.*, p. 19 disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=991821>>, il quale sottolinea come « [...] On closer inspection, however, establishing intellectual property rights does not seem to be the main problem, as other information providers did not change their fee structure at that time. The reason lies much more in a structural change in demand, as the growing mutual fund industry required a broad and well monitored supply of ratings (Chen 2004, pp. 40-41). The traditional subscription fees could not offset the increasing costs while at the same time the direct value in the eyes of the issuers was increasing. It simply makes sense economically to charge the issuers instead of the investors. The cost for the rating is proportionally spread to the investors according to the fraction they hold by a reduction in the yield of the debt security».

³⁷ PINTO A. R., *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in *The American Journal of Comparative Law*, Fall 2006, vol. 54, p. 347, in cui l'A. sostiene che «The default of \$82 million in the market for commercial paper of Penn Central in 1970 was a significant event for credit rating agencies. Prior to the default, investors in that market usually relied on the reputation and name of the issuer. In order to calm the market issuers turned to credit rating agencies to sell its commercial papers using a credit rating».

³⁸ PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazioni di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, cit., p. 187, dove l'A. sostiene che «[l]a natura dei beni pubblici dei *rating* può costituire una giustificazione del fatto che gli stessi siano pagati dagli emittenti e non dagli investitori, dati anche gli evidenti rischi di *free riding*, ma al contempo il fatto che siano forniti da soggetti privati impone ai pubblici poteri di intervenire con una regolazione adeguata delle agenzie: in quest'ottica si inserisce la proposta di uno *user fee approach*, supervisionato ed amministrato dalle autorità di vigilanza».

Tuttavia, per quanto qui di interesse, l'aspetto più rilevante insito nel cambiamento strutturale delle agenzie è l'insorgere di un potenziale – e, per l'appunto, strutturale – problema di conflitto di interesse.

Sul punto, la dottrina giuseconomica rileva come proprio il modello di finanziamento sopra descritto possa influenzare il livello di *rating*, alimentando un fenomeno di c.d. *rating shopping*. Esemplicativamente, nell'ipotesi in cui l'emittente non sia soddisfatto del giudizio proposto da un'agenzia, potrebbe decidere di rivolgersi ad un'altra che rilasci valutazioni più benevole, andando – letteralmente – “a fare spesa per il *rating*” più favorevole ³⁹.

Peraltro, accanto a tale forma di conflitto di interessi per così dire “diretta” (data dal rischio di una particolare “compiacenza” delle agenzie nei confronti degli emittenti-clienti), l'*issuer-pays model* ne cela delle altre, di meno immediata evidenza.

In particolare, una diversa ipotesi di conflitto può annidarsi anche nella pratica dei c.d. *unsolicited ratings* (ossia “non richiesti”), vale a dire quei giudizi immessi nel mercato sulla base delle sole informazioni pubblicamente disponibili dato che, non essendovi appunto una specifica richiesta da parte dell'emittente, non è possibile per le agenzie accedere ad informazioni confidenziali. Se, da una parte, il fatto di essere non richiesti potrebbe in astratto assicurare una maggiore indipendenza di giudizio, ponendosi al riparo dal rischio di *rating* “gonfiati”; dall'altra, innescherebbe un diverso meccanismo per cui l'emittente – temendo la pubblicazione di un *rating* negativo (o anche solo frutto di informazioni *parziali*) – sarebbe spinto a richiedere il giudizio dell'agenzia prima di qualsiasi emissione. Ebbene, si tratta di un caso di c.d. *push conflict*, in forza del quale la società di *rating* “minaccia” l'emittente con il rilascio di un giudizio negativo non richiesto, onde ottenere dal medesimo emittente un incarico diretto, magari facendogli acquistare ulteriori servizi accessori offerti dall'agenzia ⁴⁰.

³⁹ Di contro, le agenzie di *rating* hanno sempre obiettato che tale rischio di compiacenza dei loro giudizi fosse insussistente, data l'importanza del proprio capitale reputazionale. È proprio in forza della reputazione (basata sulla terzietà e sull'indipendenza del giudizio, oltre che sull'accuratezza delle metodologie utilizzate), che gli emittenti decidono di rivolgersi a tali agenzie: c.d. Teoria del capitale reputazionale”, sulle cui criticità cfr., tra gli altri, cfr. PARTNOY F., *op. cit.*, pp. 619 ss.; WHITE L. J., *The CRAs and Their Role in the Financial System*, in NY Stern School of Business, 2016, *passim*; COFFEE JR., *Rating Reform. The Good, The Bad and The Ugly*, in Columbia Law and Economics Working Paper n. 359, 2010, *passim*; DITTRICH F., *The Credit Rating Industry... cit.*, pp. 21 ss.; FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, pp. 101 ss.

⁴⁰ È pur vero che in tal caso, il successivo *rating* (questa volta richiesto) dell'emittente potrebbe essere migliore del precedente (*unsolicited*) per il semplice fatto che, avendo accesso a molte più informazioni (anche confidenziali) sul soggetto valutato, l'agenzia è in grado di effettuare un'analisi molto più accurata e completa.

Invero, sull'utilizzo degli *unsolicited ratings* come strategia intimidatoria, negli Stati Uniti le agenzie sono state chiamate a risponderne in giudizio diverse volte.

Il caso *Jefferson County School District v. Moody's Investors Service Inc.* è certamente il più emblematico. Segnatamente, nel 1993 il distretto scolastico di Jefferson County in Colorado citava in giudizio la Moody's Investors Service Inc., lamentando di essere stato danneggiato da un *rating* non richiesto pubblicato sulla base di informazioni false e non attuali nonché per mere finalità "ritorsive" nei confronti dell'emittente. Il distretto, infatti, volendo emettere obbligazioni per reperire finanziamenti, si era affidato alle valutazioni delle altre due agenzie principali (S&P's e Fitch Ratings), ottenendo *rating* positivi e fissando un tasso d'interesse relativamente vantaggioso. All'apertura, i titoli si vendevano bene e il distretto aveva ricevuto sottoscrizioni per l'acquisto che coprivano quasi l'intera emissione. Senonché, a meno di due ore dall'inizio del periodo di vendita, Moody's pubblicava un *outlook* negativo su quelle stesse obbligazioni, comportando l'immediata cessazione degli ordini di acquisto in corso e l'annullamento di diversi ordini precedenti, di modo che l'emittente fu costretto a riprezzare i titoli ad un tasso d'interesse molto più alto, onde poterli collocare sul mercato. Così, a detta della parte attorea, la chiara natura "ostile" dell'*unsolicited rating* emesso da Moody's aveva cagionato al distretto di Jefferson County un danno patrimoniale dato dal complessivo aumento del costo di emissione pari a 769.000,00 dollari. Cionondimeno, la Corte d'Appello del Colorado si pronunciava a favore della convenuta, riconducendo i *rating* a forme di

Cfr. per tutti, FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, p. 103. Sul punto – in ottica di distinzione rispetto agli altri *gatekeepers* – Partnoy sostiene: «*A second area of conflict arises from the unsolicited ratings that the agencies give to some issuers. Unsolicited credit ratings, which are highly controversial, have been the subject of ongoing litigation and scrutiny but no new regulations. Moody's has estimated in the past that 1% of its ratings have been unsolicited; S&P and Fitch have not publicly stated how frequently they issue unsolicited ratings, although they admit to engaging in the practice. Although it is not clear precisely how frequently credit rating agencies issue unsolicited ratings, it is clear that they do. The vast majority of ratings are solicited by issuers, but on the basis of available data and empirical evidence, it seems reasonable to assume that roughly 1% of corporate credit ratings are unsolicited. It is not clear what the percentage might be with respect to structured finance ratings*» (PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are not like other gatekeepers*, in Y. FUCHITA, R. E. LITAN, eds., *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, San Diego *Legal Studies Research Paper Series*, n. 07-46, May 2006, p. 71, disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=900257>>).

manifestazione del pensiero, in quanto tali tutelate dal Primo Emendamento della Costituzione americana (per cui si rinvia al par. successivo) ⁴¹.

Infine, anche l'assetto proprietario delle agenzie può giocare un ruolo cruciale in termini di incentivo perverso ad *agire in conflitto*. Nell'azionariato di tali società, infatti, si ritrovano alcuni dei più importanti gestori di fondi di investimento, i quali investono in quegli stessi strumenti finanziari valutati dalle agenzie ⁴².

Non a caso, quelli sopra descritti sono tutti aspetti sui quali si è da subito concentrato lo sforzo normativo, nel momento in cui si è presa coscienza del vuoto normativo (per cui si rinvia *infra* alla SEZ. II di questo CAP.).

4. Prima qualificazione del *rating* come mera opinione: “*the world’s shortest editorials*”

Per lungo tempo i giudizi delle agenzie sono stati qualificati come mere *opinioni*, da molti considerati alla stregua di notizie di natura economica e finanziaria.

Come sopra descritto, l'attività di tali società specializzate consiste nel fornire un'informazione (*latu sensu*) sintetica e prognostica, proprio in quanto fondata sulla stima del grado di probabilità di eventi finanziari futuri ⁴³.

Dunque, trattandosi di valutazioni, da più parti è stato da subito sottolineato come non se ne potesse desumere l'equiparabilità alle raccomandazioni nella gestione di portafogli di investimento ⁴⁴, giustificando le posizioni di quel primo filone dottrinale – poi seguito dalla

⁴¹ Il caso è dettagliatamente riportato da PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are not like other gatekeepers*, cit., pp. 71 ss.; per il testo della sentenza si vd. *Jefferson Cty Sch. Dist. v. Moody's Inv'r's Servs., Inc.*, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999).

⁴² LAMANDINI M., *Le agenzie di rating: alcune riflessioni in tema di proprietà e conflitto di interessi*, in (a cura di) A. PRINCIPE, *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 179 ss.

⁴³ Sull'impossibilità di ricondurre il *rating* al *genus* dell'informazione, suscettibile di verifica in termini di verità/falsità, cfr. DE LAURENTIS G., *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in (a cura di) A. PRINCIPE, *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 105 ss., per cui si rinvia *infra* SEZ. II, CAP. II.

⁴⁴ Equiparabilità che, in seguito, verrà espressamente esclusa dal legislatore europeo all'art. 3 del regolamento CE n. 1060/2009 nel fornire la definizione di *rating*: «non sono considerati *rating* del credito: a) le raccomandazioni ai sensi dell'articolo 1, punto 3, della direttiva 2003/125/CE della Commissione; b) la ricerca

giurisprudenza (specie statunitense) – che riconosceva alle agenzie di *rating* uno «*status* analogo a quello di chi raccoglie, rielabora e divulga informazione finanziaria»⁴⁵.

in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva 2006/73/CE della Commissione e altre forme di raccomandazioni generali, quali «acquistare», «vendere» o «mantenere», in relazione a operazioni su strumenti finanziari o a obbligazioni finanziarie; o c) pareri in merito al valore di un'obbligazione finanziaria o di uno strumento finanziario».

⁴⁵ PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit., p. 131. Com'è evidente, la questione si iscrive nel tema assai più ampio della libera circolazione dell'informazione economica, su cui non si può non osservare come questa abbia subito un progressivo processo evolutivo, giungendo ad essere considerata alla stregua di un «bene di consumo» (ALPA G., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, fasc. 2, p. 77).

In particolare, nel nostro ordinamento – com'è stato correttamente rilevato – «l'attività di raccolta, diffusione e commercializzazione delle informazioni economiche non è oggetto di una regolamentazione generale omogenea e ben definita e la *ratio* dell'utilizzazione delle categorie della proprietà privata è semplicemente quella di agevolare la diffusione e il trasferimento delle informazioni» (DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 259).

Segnatamente, sulla figura del danno da diffusione di informazioni la letteratura è vastissima, si considerino tra gli altri BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in (a cura di) F.D. BUSNELLI, S. PATTI, *Danno e responsabilità civile*, 3° ed., Torino, Giappichelli, 2013, pp. 321 ss., ALPA G., *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, 1979, pp. 181 ss.; PERLINGIERI P., *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, pp. 332 ss.; RORDORF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 773 ss.; MORELLO U., *Obblighi di informazione*, in *Giur. it.*, 1985, p. 204, dove l'A. osserva «dall'inizio degli anni Settanta noi assistiamo ad un'evoluzione (...) volta ad affermare la responsabilità a diverso titolo (per illecito extracontrattuale, oppure a seguito della costruzione di un «contatto» atipico, di informazione e/o garanzia o ancora per violazione dell'obbligo di correttezza durante le trattative) di chi rende dichiarazioni o informazioni non veritiere e/o reticenti e tali comunque da influenzare la conclusione di contratti (...) suscitando ragionevoli aspettative di chi codeste dichiarazioni/informazioni riceve o utilizza».

In questo campo, si assiste alla progressiva estensione dell'area dell'illecito civile oltre i confini tradizionali (*i.e.*, tutela dei diritti di proprietà e della persona), riconoscendo cittadinanza anche a quegli interessi attinenti all'attività commerciale e imprenditoriale. Invero, la disciplina della circolazione delle informazioni economiche vede generalmente il ricorso alla tecnica dell'autoregolazione (rimessa, quindi, all'autonomia delle parti) e/o il ricorso alla clausola generale di cui all'art. 2043 c.c. In tal caso, «la clausola generale della responsabilità civile (...) si applica (...) quando dall'informazione economica derivino effetti pregiudizievoli nei confronti di terzi estranei ad un rapporto contrattuale e sempre che, ovviamente, la fattispecie sia caratterizzata dagli elementi costitutivi dell'illecito, ossia il dolo, la colpa, ovvero il rischio di impresa, il danno ingiusto e il nesso causale tra la condotta e il danno. (...) Questo tipo di illecito proviene da un'informazione diretta a rendere il destinatario edotto delle condizioni e delle circostanze relative all'operazione economica che ha intenzione di intraprendere

Tale orientamento propendeva per la classificazione del *rating* quale espressione appunto di una mera opinione, in quanto tale tutelata costituzionalmente. Cosicché le domande risarcitorie avanzate da quanti lamentavano di essere stati lesi dal giudizio delle agenzie (perché ritenuto inesatto, non tempestivo o, addirittura, falso) incontravano la barriera della rivendicazione del diritto alla libera manifestazione del pensiero.

Infatti, la casistica giurisprudenziale americana documenta come la strategia difensiva delle agenzie di *rating* si sia per lungo tempo attestata proprio su questa linea, appellandosi al Primo Emendamento della Costituzione americana ⁴⁶.

In questo senso, caso emblematico è stato quello della *First Equity Corp. of Florida v. Standard & Poor's Corp.* nel 1988.

Nel caso di specie, la “First Equity Corporation” (società di brokeraggio e consulenza finanziaria in Florida), insieme ai clienti Cornfeld e Watkins, citava in giudizio l’agenzia di *rating* Standard & Poor’s, lamentando di aver subito un pregiudizio economico dovuto alla negligenza della convenuta.

In particolare, i querelanti affermavano di aver fatto affidamento su una descrizione presumibilmente inesatta delle obbligazioni convertibili della Pan American Airways, Inc., che appariva nel volume del giugno 1985 della “Corporation Records” (ossia, la raccolta di pubblicazioni di S&P’s, contenenti la descrizione dei termini e delle disposizioni rilevanti relative a determinate obbligazioni societarie). In quell’emissione, l’agenzia aveva fornito un *rating* per i titoli convertibili emessi da Pan American World Airways, Inc. Effettivamente, la

e, pertanto, si distingue dai casi di illecito riconducibili alla mera comunicazione o al contatto sociale, e viene classificato secondo diverse categorie a seconda di come questa informazione venga comunicata» (DI DONNA L., *op. cit.*, p. 262).

Cionondimeno, per quanto attiene al tema specifico dell’attività delle agenzie, è bene precisare che proprio l’orientamento inizialmente prevalso in dottrina (sia sul fronte statunitense che su quello europeo, *sub specie* italiano), che si riferiva al *rating* come “servizio di informazione” ha lasciato ampio spazio ad ambiguità in termini di corretta qualificazione del giudizio sintetico e di relativo regime giuridico applicabile ai soggetti in esame. Infatti, l’assimilazione dell’attività delle citate agenzie al servizio prestato, ad esempio, dalla stampa finanziaria specializzata, implica l’identificazione del *rating* con l’informazione *tout court*. Per un raffronto dello *status* delle agenzie con gli altri operatori del mercato (*sub specie*, giornalisti economici, analisti finanziari e società di revisione contabile) e la sconfessione dell’equazione *rating*/informazione, si rinvia al CAP. II.

⁴⁶ «Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances» (cors. agg.), <www.constitution.congress.gov>.

descrizione delle obbligazioni – si legge nell’impianto motivazionale – era da ritenersi imprecisa, nella parte in cui erano state elencate le obbligazioni convertibili includendovi gli interessi accumulati al tempo della conversione quando, al contrario, al momento della conversione in azioni ordinarie nell’agosto 1985, nel tasso di conversione fu calcolato solo il capitale e non anche gli interessi ⁴⁷.

Cionondimeno, la Corte aveva respinto le domande attoree richiamando nella sua motivazione il precedente della c.d. “*Jaillet rule*” ⁴⁸.

In applicazione di tale regola, un editore non può essere ritenuto responsabile «verso un membro del pubblico per una dichiarazione negligente non diffamatoria di una notizia, a meno che non lo faccia intenzionalmente [...] sapendo che è falso, che è stato calcolato e diretto a provocare lesioni a un’altra persona» ⁴⁹. In entrambi i gradi di giudizio, dunque, le

⁴⁷ Nella decisione in parola, la Corte distrettuale del S. D. di New York riporta: «*This portion of the description was based on the prospectus issued by Pan Am in connection with the bonds which contained the following description of the bonds’ conversion features: ‘When Trust Notes are converted after a record date for an interest payment and before the interest payment date, the amount of such interest must accompany Trust Notes surrendered for conversion; otherwise no adjustments in respect of interest or dividends will be made upon the conversion of Trust Notes’.* Plaintiffs claim that based on the description of the bonds published in Corporation Records, they believed that they were entitled to accrued interest to be paid upon conversion of the bonds into common stock if the bonds were called for redemption between the record date and the interest payment date, the period set forth in parentheses. Because Pan Am was required to give 30 days notice before redemption, as discussed elsewhere in the description of the bonds, plaintiffs believed that once July 15 had passed without a call for redemption, the bonds could not be called before the record date of August 15. Plaintiffs claim to have understood that if the bonds were called for redemption during the period set forth in the parentheses, i.e., between August 15 and September 1, they would receive accrued interest upon conversion. Plaintiffs claim that based on the description of the Pan Am bonds in Corporation Records, they decided not to sell their bonds and to buy more of the bonds».

⁴⁸ Il precedente, largamente citato nelle pronunce a seguire, è *Jaillet v. Cashman*, in cui la Corte aveva ritenuto DowJones & Co. non responsabile per aver negligenemente fornito ai suoi abbonati informazioni errate. Segnatamente, nel caso di specie l’attore si era determinato a vendere dei titoli azionari, invece di acquistarne di più, sulla base di un errato rapporto fornito dalla convenuta. Ciononostante, la pretesa della parte attrice non poteva essere accolta in forza del fatto che «*no contract or fiduciary relationship existed between the parties, and that the “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”*», *Jaillet v. Cashman*, 115 Misc. 383, 384, 189 N.Y.S. 743, 744 (Sup. Ct. 1921), *aff’d mem.*, 202 d.C. 805, 194 N.Y.S. 947 (App. Div. 1922), *aff’d mem.*, 235 N.Y.511, 139 N.E. 714 (1923), in Husisian G., *What Standard of Care Should Govern the World’s Shortest Editorials. An analysis of bond rating agency liability*, in *Cornell Law Review*, January, 1990, vol. 75, issue 2, p. 448 (nt. 150).

⁴⁹ *First Equity Corp. of Florida v. Standard & Poor’s Corp.* I, 670 F. Supp. 117 (S.D.N.Y. 1988).

corti hanno ritenuto applicabile alla controversia in esame la tutela costituzionalmente garantita della libertà di stampa.

Segnatamente, sebbene la *Court of appeal* avesse ammesso che l'agenzia di *rating* potesse collocarsi in una “zona grigia” a cavallo tra un editore di un giornale di interesse generale e una *newsletter* di consulenza con specifiche raccomandazioni di investimento, si sarebbe dovuto propendere per la prima ipotesi per ragioni di ordine logico, prima ancora che giuridico. Infatti, la pubblicazione “Corporate Records” – si osservava – aveva una platea di lettori e, quindi, di potenziali querelanti talmente vasta da rendere il numero di potenziali reclami privi di merito (se non addirittura fraudolenti) troppo alto, di modo che il costo delle (pur potenzialmente vincenti) difese in giudizio risultasse proibitivo per l'agenzia.

Le statuizioni dell'autorità giudiziaria sul caso della *First Equity* trovavano conforto in quel consolidato orientamento della Corte Suprema degli Stati Uniti, secondo cui la società non dovrebbe dipendere dai tribunali per la correzione delle false informazioni, ma dal mercato delle idee ⁵⁰. Tale filone giurisprudenziale, inaugurato con il celebre caso *New York Times Co. v. Sullivan*, ha sancito i requisiti per la superabilità della tutela garantita all'editore, individuandoli nel dolo o, quantomeno, nella divulgazione temeraria di notizie palesemente false. In breve, perché il danneggiato possa vedersi risarcire i danni, dovrà dimostrare che «*the statement was made [...] with knowledge that it was false or with reckless disregard of whether it was false or not*». In diverse pronunce successive, la stessa Corte Suprema si era preoccupata di specificare che con l'espressione “*reckless disregard*” doveva intendersi la circostanza per cui l'imputato avesse, di fatto, nutrito seri dubbi sulla veridicità di quanto pubblicato. Così, nella controversia istaurata dalla società della Florida nei confronti di S&P's, i giudici avevano concluso che non vi fossero elementi di prova sufficienti a sostenere che il convenuto avesse effettivamente nutrito dubbi di tal fatta sulla veridicità della sua pubblicazione, escludendo la sussistenza di tale “colpevole negligenza” e, di conseguenza, la colpevolezza dell'agenzia di *rating* ⁵¹.

⁵⁰ HUSISIAN G., *What Standard of Care ... op. cit.*, January, 1990, vol. 75, issue 2, p. 449 (nt. 159), in cui l'A. riporta il precedente *Gertz v. Robert Welch, Inc.*, 418 U.S. 323, 339-40 (1974): «*Under the First Amendment there is no such thing as a false idea. However pernicious an opinion may seem, we depend for its correction not on the conscience of judges and juries but on the competition of other ideas*».

⁵¹ «*[T]here must be sufficient evidence to permit the conclusion that the defendant in fact entertained serious doubts as to the truth of his publication*», *First Equity II*, 690 F. Supp. 259 (quoting *St. Amant v. Thompson*, 390 U.S. 727, 731 (1968)), *Ibidem*.

Dunque, è in questi termini che la strategia difensiva adottata dalle agenzie (e, come sopra evidenziato, accolta dalle corti statunitensi) si è a lungo fondata sull'equiparabilità del *rating* alla notizia finanziaria. Posizione, questa, condivisa anche da parte della dottrina sul presupposto che la sinteticità di tale particolare “prodotto” non ne potesse perciò solo determinare l'estraneità rispetto ai comuni editoriali o ad altre forme di stampa. La constatazione per cui un *rating* sia composto al più da tre lettere non ne altera la funzione: infatti, scopo di ogni editore – a prescindere se attenga all'area finanziaria o meno – è quello di comunicare informazioni (*latu sensu*) al lettore. A riprova di ciò, si richiamavano diverse pronunce della Suprema Corte, in cui era stata dichiarata l'irrilevanza della forma di manifestazione del pensiero, arrivando ad estendere la tutela del Primo Emendamento anche ad atti simbolici (quale, ad esempio, la bandiera in fiamme)⁵². Muovendo da tali premesse, si giungeva a qualificare i *rating* come *the world's shortest editorials*, in quanto tali meritevoli di tutela alla stregua di qualsiasi altra manifestazione del pensiero.

In più, in ottica di analisi economica si è argomentato che il giudizio fornito dalle agenzie, in quanto informazione finanziaria, è da considerarsi come *public good*, i cui effetti sono difficilmente circoscrivibili alla sola sfera delle parti contrattuali coinvolte nella loro produzione. La società – si è osservato – ha interesse a promuovere la diffusione di informazione fin tanto che i benefici di questa superino di costi di produzione. Non a caso, la *ratio* sottesa al principio costituzionale in parola sta anche nel ridurre i costi dell'informazione: *ratio*, che – in linea con tale impostazione – verrebbe disattesa imponendo un più elevato *standard* di diligenza nella pubblicazione per il tramite di pronunce giurisprudenziali. Infatti, qualora si consentisse al querelante di essere risarcito sulla base di una mera negligenza da parte dell'agenzia di *rating*, questa si troverebbe ad affrontare dei costi “asimmetrici”⁵³. In questo senso, nel caso della *First Equity* innanzi descritto, la Corte d'Appello aveva evidenziato come «*[i]n such circumstances, [...] a user is in the best position to weigh the danger of inaccuracy and potential loss arising from a particular use of a summary against the cost of*

⁵² *Ibi*, p. 454.

⁵³ «*Thus, whenever the rating agency discovers something useful, it will only be compensated for part of the value of its information. The costs of mistakes, however, would fall entirely on the bond rating agency, despite the generally beneficial nature of its research to society in general. This would lead to underproduction of financial information, which is exactly what the first amendment was intended to prevent*». *Ibi*, p. 456.

*verifying the summary by examination of the original documents or prospectus. That being the case, the user should bear the risk [...] of proof of a knowing misstatements»*⁵⁴.

Ebbene, da una prima breve ricostruzione della casistica giurisprudenziale del fenomeno, in accordo con il pensiero di quanti ne promuovevano una contestuale analisi economica, appare evidente come la difficoltà di assolvere all'onere probatorio abbia inevitabilmente portato in ogni controversia al medesimo esito, vale a dire il rigetto delle richieste risarcitorie avanzate dai soggetti danneggiati nei confronti delle agenzie di *rating*.

Uno dei pochi casi registratisi nella giurisprudenza statunitense in cui si è esclusa l'operatività della tutela costituzionale della libertà di stampa è stato *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, in cui la Corte distrettuale di New York ha ritenuto i *rating* emessi da S&P's e Moody's non classificabili come notizia di interesse pubblico, in quanto relativi a strumenti finanziari collocati privatamente. In altri e più diretti termini, la condizione per cui la banca d'investimento Morgan Stanley & Co. avesse disposto di collocare quella determinata *tranche* di titoli (valutata dalle agenzie) privatamente, rendeva automaticamente i *rating* relativi a quei titoli informazioni destinate a una cerchia ristretta; di conseguenza, qualificandosi come informazioni "*of private matter*" (di interesse privato) e non pubblico, non potevano essere coperte dal Primo Emendamento⁵⁵.

Cionondimeno, anche nelle ipotesi in cui giudizi delle agenzie di *rating* fossero da considerarsi informazioni di carattere privato (e, quindi, non equiparabili all'attività giornalistica), non si è assistito ad un aumento delle condanne nei confronti di queste. Il panorama nord-americano, infatti, ha rivelato come l'operato di tali soggetti sia

⁵⁴ *Ibi*, p. 449.

⁵⁵ Nel caso di specie, la *tranche* di titoli obbligazionari – risultante da operazioni di cartolarizzazione e collocata privatamente dalla banca d'investimento Morgan Stanley (e altri) – aveva ottenuto dei *rating* molto elevati, sebbene poi tali titoli si fossero rivelati estremamente più rischiosi, determinando un pregiudizio economico per gli investitori clienti della convenuta. In quella sede, la Corte aveva precisato: «*This Court does not doubt the accuracy of the sentiment that investors generally rely on credit ratings. Indeed, this Court has previously recognized the importance of credit ratings to the public at large. However, for purposes of class certification this Court must determine as a procedural matter whether these specific investors relied on these specific ratings when purchasing these specific Rated Notes. The substantial differences outlined above make such a determination on a class-wide basis impossible. As a result, I conclude that plaintiffs' theory of common, circumstantial, evidence of class-wide reliance fails. That is not to say that each investor does not have a legitimate claim on the merits. Rather, each investor must bring its claim individually-or, preferably, join this action-to recover its losses*», *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 08 Civ. 7508 (SAS), F.R.D. 265 (S.D.N.Y. 2010).

sostanzialmente insindacabile in sede giudiziaria ⁵⁶, sia che il *rating* si consideri alla stregua di una notizia di carattere economico-finanziario diffusa e diretta al pubblico, sia – viceversa – che si reputi un’informazione specifica di interesse privato.

Nella prima ipotesi, come si è avuto modo di specificare, la risarcibilità del danno cagionato dal *rating* si riteneva possibile solo con la prova della condotta *dolosa* dell’agenzia; vale a dire, dimostrando in giudizio che questa – pur essendo consapevole dell’erroneità o inaccuratezza delle informazioni o dei dati utilizzati nel processo di valutazione ed emissione – avesse intenzionalmente pubblicato un *rating* inesatto o fuorviante. È evidente, allora, che il numero di rigetti in sede giudiziaria rispecchi esattamente la difficoltà di vincere lo scudo del diritto alla libera manifestazione di pensieri e opinioni, stante il fatto che la prova difensiva in capo alle agenzie risulta notevolmente più agevole rispetto all’onere gravante sull’attore di provare la *recklessness* o la diretta volontà di nuocere (*actual malice*) ⁵⁷. Peraltro, il più delle volte è risultato pressoché impossibile per un investitore confrontare le informazioni diffuse (o sulle quali si è fondato il giudizio) dall’agenzia convenuta con quelle “reali” (o, quantomeno, più accurate) relative all’emittente o al titolo valutato e dimostrare poi, sulla base di queste, il

⁵⁶ Tra gli altri, si vd. la posizione da sempre molto critica di PARTNOY F., *Rethinking Regulation of Credit-Rating Agencies. An Institutional Investor Perspective*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, p. 188, il quale sostiene: «*rating agencies have been effectively exempt from civil liability. With rare exception, rating agencies have not suffered damages from litigation even when they were negligent or reckless in issuing overly optimistic ratings. To some extent, the rating agencies’ success in avoiding liability is due to legislative policy, such as the explicit statutory exemption from liability under s.11 of the Securities Act of 1993 or the limitations on private rights of action in the Credit Rating Agency Reform Act of 2006. But the exemption also is due to a handful of judicial decisions accepting the rating agencies’ assertion that ratings are merely “opinions”, which, under the First Amendment, should be afforded the same protection as opinions of publishers*».

⁵⁷ Cfr. PINTO A. R., *Control and ... op. cit.*, p. 352 «*This heightened protection under United States law has the effect of making it more difficult to find these agencies liable for damages, and influences the courts’ analysis of potential liabilities. [...] A significant issue is whether credit rating reports are considered opinions or facts. When a defendant is accused of the tort, their opinions are generally protected from a claim of defamation. [...] If false facts rather than opinions are the basis of the claim, then liability is possible. If the plaintiff is a public figure under First Amendment jurisprudence, a plaintiff must prove actual malice involving actual knowledge or reckless disregard for its truth or falsity. [...] But the requirement of publishing such facts with malice creates a difficult hurdle for plaintiffs. Therefore, credit rating agencies have generally been shielded by the First Amendment for errors contained in their reports because they are either viewed as opinions or if factual and the plaintiffs are public figures there was no proof of malice*».

precipuo intento dell'agenzia medesima di diffondere invece *rating* basati su dati falsi o parziali

58

Del pari, anche tralasciando l'ipotesi di condotta dolosa e volendo valorizzare l'elemento della *colpa*, il risultato non è apparso diverso.

Invero, pure nel caso in cui il *rating* sia stato considerato diretto a una cerchia ristretta di investitori, in ogni caso la condotta delle agenzie si è confermata essere pressoché immune da qualsivoglia sindacato di responsabilità. Infatti, pur non essendo opponibile ai potenziali danneggiati dal *rating* "privato" la tutela del Primo Emendamento (e, dunque, la mancanza del dolo), non è stato possibile muovere alcun rimprovero all'operato delle agenzie neanche per colpa, in tutti i casi in cui queste avessero preventivamente dichiarato ai soggetti interessati i rischi connessi all'incertezza del *rating*. Come sopra evidenziato, poi, un'eventuale

⁵⁸ Così anche nel caso *In Re Republic National Life Insurance Company and Realty Equities Corporation of New York et al.*, 387, F. Supp. 902 (S.D.N.Y. 1975). Sulla stessa linea, le decisioni *Mallinckrodt v. Goldman Sachs & Co., et al.*, 420, F. Supp., 231 (S.D.N.Y. 1976) e *In Re Towers Financial Corporation Noteholders Litigation*, 936, F. Supp., 126 (S.D.N.Y. 1996), in cui le Corti respingevano le domande attoree per non aver sufficientemente provato la condotta dolosa e sottolineando, inoltre, come le agenzie di *rating* – nel formulare il proprio giudizio – non fossero affatto tenute a verificare la veridicità dei dati e degli elementi forniti dalla società emittente.

Tuttavia, tra i rarissimi casi in cui le vittime hanno visto riconoscersi un risarcimento per i danni subiti per via della condotta dolosa tenuta dalle agenzie di *rating*, sono da segnalarsi *Mill-Hall Textile Co. v. Dun & Bradstreet* nel 1958 e *La Salle National Bank v. Duff & Phelps* nel 1996. Nella prima controversia, trattandosi di *unsolicited rating*, tra l'agenzia e l'emittente non intercorreva alcun rapporto contrattuale, di modo che il *rating* fornito dalla prima sul merito creditizio della seconda fosse frutto delle sole informazioni reperibili sul mercato. In forza di ciò, l'emittente aveva chiesto e ottenuto dal giudice il risarcimento del danno per *libelous defamation, sub specie* cagionato dalla non rispondenza (*in peius*) del giudizio pubblicato dall'agenzia alla sua reale situazione economico-finanziaria (in termini di screditamento pubblico e perdita di investimenti); *Mill-Hall Textile Co. v. Dun & Bradstreet Inc.*, 160, F. Supp., 778 (S.D.N.Y. 1958).

Nella seconda vicenda giudiziaria, invece, i richiedenti erano riusciti a dimostrare l'esistenza di un accordo tra l'agenzia e l'emittente nell'emettere *rating* positivi su determinati titoli collocati sul mercato, a danno dei risparmiatori. In tal caso, oltre a dedurre la natura dolosa del suddetto accordo dalla circostanza per cui la stessa agenzia di *rating* aveva partecipato alla procedura di collocamento (e, dunque, era pienamente a conoscenza della reale situazione finanziaria dell'emittente), l'autorità giudiziaria aveva anche valorizzato l'elemento dell'affidamento degli investitori sull'operato delle agenzie; *La Salle National Bank et al. v. Duff & Phelps Credit Rating Co. and Shawmut Bank Connecticut*, 951, F. Supp., 1071 (S.D.N.Y. 1996).

È bene precisare, tuttavia, che non si ritiene affatto casuale che pronunce di segno opposto all'orientamento maggioritario di cui si è dato conto, si siano manifestate solo in seguito ai primi effettivi e penetranti interventi del legislatore statunitense (per cui si rinvia, *infra*, alla SEZ. II di questo Cap.).

imputazione per colpa sarebbe stata comunque da escludersi anche nell'ipotesi opposta di diffusione del *rating* ad una massa indistinta di investitori, mancando tra questi e l'agenzia medesima qualsiasi rapporto fiduciario, sul quale poter fondare il rimprovero colposo ⁵⁹.

Tuttavia, una breccia nella granitica giurisprudenza americana, ferma sulla protezione dell'attività di *rating* in materia di *free speech*, è stata aperta a partire dal 2004, con il caso *Commercial Financial Services v. Arthur Andersen*. In questa sede, la Corte ha escluso l'applicabilità al *rating* della tutela del Primo Emendamento, distinguendo sulla base dell'esistenza o meno di un contratto tra l'agenzia e l'emittente valutato. In presenza di *unsolicited rating* – si è detto – il giudizio dell'agenzia potrà essere ragionevolmente considerato alla stregua di un articolo di giornale in materia economica; al contrario, qualora la stessa agenzia riceva l'incarico specifico da parte di una società emittente di valutarne il merito creditizio e/o di emettere un (*solicited*) *rating* su determinati strumenti finanziari, l'operato di questa non potrà più essere vagliato con gli *standard* applicabili alla libertà di stampa. L'onerosità dell'incarico – si è specificato – comporta l'assunzione di doveri diversi, che presuppongono a loro volta criteri diversi di valutazione ⁶⁰.

Invero, un'effettiva apertura da parte dei giudici statunitensi nel riconoscere come giuridicamente rilevante (e, perciò, meritevole di tutela) l'affidamento riposto dal terzo-investitore nei giudizi di *rating* si è avuta solo con riferimento a strumenti di finanza strutturata. Trattandosi di prodotti particolarmente complessi, per la cui valutazione molto spesso il *rating* rappresenta l'unico indicatore, le Corti ne hanno valorizzato la funzione orientativa. Peraltro, nel collocamento di strumenti finanziari strutturati – si è rilevato – viene in rilievo un collegamento tra l'agenzia di *rating* e il “lettore” proprio in virtù del fatto che tali titoli (e, di conseguenza, i relativi giudizi) sono destinati ad un gruppo selezionato (e non ad una platea indistinta) di investitori.

⁵⁹ Sul punto, PINTO A. R., *op. cit.*, p. 354, dove l'A. sottolinea «Further, media companies are not generally liable to general public in the “absence of contract, fiduciary relationship, or intent to cause injury” because of concerns for potentially large liability». Cfr. anche DI DONNA L., *op. cit.* pp. 369 ss.

⁶⁰ «It is reasonable to assume that [the company] was paying for something when it asked the Rating Agencies to rate the bonds. What it was paying for was their opinion as to the bonds' worthiness. This fact distinguishes the instant case from Jefferson County [unsolicited rating case]. While the Rating Agencies gave “opinions”, they did so as professionals being paid to provide their opinions to a client. If a journalist wrote an article for a newspaper about the bonds, the First Amendment would presumably apply. But if [the company] hired that journalist to write a company report about the bonds, a different standard would apply»; *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP.*, 94, P.3d 106 (Ok. Civ. App. 2004).

Nel panorama italiano, invece, può dirsi che l'impostazione fatta propria dalla letteratura e giurisprudenza americana non abbia mai veramente attecchito. In linea con tale orientamento si registra un'unica pronuncia del Tribunale di Roma, rimasta isolata. Segnatamente, con la sentenza n. 835 del 2012, il giudice respingeva la domanda attorea aderendo alla teoria dell'insindacabilità della correttezza del *rating*. Nel caso di specie, l'attore aveva chiesto la condanna delle agenzie di *rating* Standard & Poor's e Moody's per il risarcimento del danno per «per aver inserito il titolo Lehman Brothers in quelli sicuri *“inducendo così in errore i consumatori e nella fattispecie l'attore”*»⁶¹. Sebbene non vi sia alcun riferimento puntuale, dall'impulso motivazionale formulato dal Tribunale capitolino emerge chiaramente il richiamo alle argomentazioni classiche fatte proprie dalla giurisprudenza d'oltreoceano, considerando intrinsecamente inconciliabile il carattere *soggettivo* dell'attività di analisi svolta dalle agenzie con il sindacato giurisdizionale di merito, fondato su una valutazione *oggettiva* di negligenza⁶².

Si riporta di seguito il passaggio più significativo della pronuncia in parola. «*In ogni caso, qualora si volesse invece qualificare l'azione introdotta come finalizzata al risarcimento del danno del solo attore, e non della categoria dei consumatori come invece l'attore stesso afferma, la domanda deve comunque essere respinta nel merito. Infatti, ribadito ancora una volta che [le agenzie convenute] non hanno mai avuto con [il danneggiato] alcun rapporto di tipo contrattuale e/o obbligatorio, occorre considerare 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. Le valutazioni sull'affidabilità creditizia, cosiddetti rating, non rappresentano consigli di investimento e non offrono consulenza finanziaria dovendo poi ciascun investitore effettuare le proprie scelte a suo esclusivo rischio, avvalendosi eventualmente di un promotore finanziario a sua scelta che valuti il rischio in riferimento alla situazione finanziaria del singolo investitore. Da ciò deriva che qualsiasi valutazione dell'agenzia di rating, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento era stato classificato come sicuro, non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi*»⁶³.

⁶¹ Tribunale di Roma, sent. 17 gennaio 2012 n. 835, in *Danno e resp.*, 2013, 2, p. 190, (con nota di) M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*.

⁶² Per una rassegna sul punto, si vd. anche DEATS C., *Talk that isn't cheap: does the first amendment protect Credit Rating Agencies' Faulty methodologies from regulation?*, in 110 *Columbia Law Review*, November 2010, pp. 1818 ss.

⁶³ Tribunale di Roma, sent. 17 gennaio 2012 n. 835, cit., p. 182.

Come anticipato, le argomentazioni del giudice romano non sono state accolte da dalla dottrina e giurisprudenza nostrana. Da più parti si sono sollevate critiche alla presunta impossibilità di assoggettare ad un sindacato giurisdizionale l'attività prestata da tali soggetti specializzati, i quali – proprio in forza della professionalità di tale attività – non possono considerarsi “estranei” all'osservanza di regole e *standard* (seppur inizialmente elaborati solo dalla prassi o codificati dalle stesse agenzie e, come si vedrà, solo successivamente presi in considerazione dal legislatore comunitario).

5. I fallimenti dell'autoregolazione e la presa di coscienza del vuoto normativo

Tirando le fila della prima fase evolutiva delle agenzie di *rating*, possono farsi alcune osservazioni, *rectius* un'osservazione e una precisazione.

In primo luogo, può osservarsi come la matrice di tale stagione, caratterizzata dalla pressoché totale indifferenza del legislatore nei confronti dell'attività svolta da tali soggetti è da rinvenirsi nella più generale concezione o mito dell'“autoregolazione del mercato”, spesso intesa quale *potere* che ha il mercato di darsi proprie regole e di *auto*-adattarsi alle sue proprie esigenze, quasi ne fosse un'inevitabile evoluzione darwiniana del concetto stesso di mercato. Non a caso negli Stati Uniti, gli anni 80'-90' hanno visto il rifiorire di quelle dottrine liberiste promotrici dell'idea di mercato quale *locus naturalis*, dove il c.d. “naturalismo” delle leggi dell'economia – per sua stessa indole *anti-politico*, *anti-giuridico* e popolato di zone neutre o tecniche – non può essere regolabile dal diritto ma (al più) solo assecondato ⁶⁴. Infatti, con la

⁶⁴ Si vd. per tutti, IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Roma-Bari, 2008, pp. 6-7., dove l'A. riporta (e critica) il pensiero del più intransigente liberista ed esponente della scuola austriaca, Friedrich August von Hayek. In particolare, il riferimento è all'opera *La confusione del linguaggio nel pensiero politico* (1968) in *Nuovi studi di filosofia, politica, economia e storia delle idee* (trad. it., Roma 1988, pp. 83 ss.), in cui il pensatore austriaco concepisce il mercato come *locus naturalis*, dove le ‘leggi dell'economia’ si presenterebbero immutabili e perenni, esse pertanto non sarebbero create dall'uomo quanto piuttosto *trovate*. Hayek, infatti, distingueva due diversi modi attraverso cui può stabilirsi l'ordine: da un lato, la forma del «cosmos», ossia quell'ordine spontaneo e *naturale* che emerge dalle regolarità del comportamento degli elementi che esso (stesso) comprende in quanto sistema endogeno, auto-regolato e auto-organizzato; dall'altro, la forma della «taxi» la quale, invece, è determinata da un'azione che è al di fuori dell'ordine stesso quindi esogena o etero-imposta. Rispettivamente al loro interno, dovevano distinguersi – secondo Hayek – due antitetici generi di norme: il c.d. «nomos», ossia «una norma universale di comportamento giusto, valida per un numero imprecisato di casi futuri ed egualmente valida per tutte le persone che si trovano

formula “autoregolazione del mercato” si è voluta promuovere una precisa scelta normativa (e quindi politica) tradottasi in una sfrenata “*de-regulation*” che ha coinvolto i mercati, di cui il mercato degli strumenti finanziari derivati rappresenta forse il caso più emblematico. In questa sede, è appena il caso di accennare come inizialmente per i derivati creditizi si fosse dato luogo a un «regime di immunità» *a danno del mercato* e non *a favore del mercato*. Tanto negli Stati Uniti quanto in Europa, si era assistito ad un lungo periodo di “agnosticismo legislativo”⁶⁵, in cui era prevalsa una politica fortemente contraria a qualsiasi tipo di intervento restrittivo

nelle circostanze obiettive descritte dalla norma, indipendentemente dagli effetti che l'osservanza della norma produrrà in una situazione particolare»; l'ordine inteso come *taxis*, invece, si basava sulla «*thesis*» ossia «*qualsiasi norma che sia applicabile solo a qualcuno in particolare o che serva ai fini di chi formula le norme*». Il rapidissimo ed incessante evolversi della finanza strutturata di quegli anni sembra portare gli operatori del settore a richiamare le posizioni di Hayek, per cui la struttura ordinata prodotta dal mercato è un ordine spontaneo (*cosmos*) governato da *nomoi*, che quindi vanno intese come ‘leggi naturali’ da trovare e da “assecondare” (e non da creare). Significativo, in questo senso, fu il discorso dell'allora presidente della Federal Reserve, Alan Greenspan, del 25 settembre 2002, *Regulation, Innovation, and Wealth Creation*: “[...] *But regulation is not only unnecessary in these markets, it is potentially damaging, because regulation presupposes disclosure and forced disclosure and proprietary information can undercut innovations in financial markets just as it would in real estate markets*”; disponibile su www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200209252/default.htm.

⁶⁵ La più attenta dottrina ha più volte sottolineato come, paradossalmente, nel caso degli strumenti di finanza strutturata, nel promuovere tali politiche di “scetticismo normativo” non si sia semplicemente lasciato al mercato e alla sua sedicente e *naturale* capacità di *autoregolarsi* il regime dei derivati; tutto il contrario, in quanto per rendere possibile lo scambio di derivati creditizi nei c.d. “mercati non-regolamentati” è stato necessario approvare specifiche normative. Sul punto si vd., tra gli altri, BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi, market failure o regulation failure?* in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 6, 2009, pp. 652 ss. L'osservazione ricalca le critiche sul mercato quale *locus naturalis* in IRTI N., *L'ordine giuridico... op. cit.*, p. IX, dove l'A. osserva che esso appare molto più conforme alla definizione di *locus artificialis*, stante la sua intrinseca normatività. Quelle stesse ‘leggi dell'economia’ immutabili e perenni sono tutte popolate di istituti giuridici (dalla proprietà privata all'autonomia contrattuale), i quali tutto sono fuorché naturali in quanto storicamente definiti, raggiunti nel corso di battaglie politiche. Quando si assume che il mercato non ha bisogno del diritto statale poiché è, esso stesso, capace di produrre il proprio diritto si trascurava che non è possibile pensare un mercato (determinato nel tempo e nello spazio) che non presupponga già istituti giuridici (come ad es. il concetto stesso di proprietà che viene postulato dal mercato, non certo creato). Anche i sostenitori della spontanea naturalità del mercato, governato leggi assolute e neutre ricadono in verità in quello che Irti chiama l'elementare «*presupposto di tutti gli assetti: la volontà politica, tradotta in istituzioni giuridiche*».

sull'attività, sulla disciplina contabile e sull'attenuazione del rischio di tali prodotti finanziari

⁶⁶.

⁶⁶ Semplificando, può dirsi che sotto l'etichetta “*de-regulation*” vanno ricompresi tutti quegli interventi normativi finalizzati all'attuazione di tre regole-chiave: *i.* libertà di svolgimento dell'attività; *ii.* discrezionalità della disciplina contabile; *iii.* attenuabilità del rischio di credito attraverso il rinvio al *rating* delle principali agenzie. Il regolatore ha consentito che per il mercato dei derivati creditizi non fosse posta alcuna *riserva legale* a favore di particolari imprese soggette a pubblica licenza e a sorveglianza regolamentare; detto altrimenti, l'attività di emissione e stipula di derivati (tra tutti *Credit Default Swap*, o CDS) poteva essere equiparata a qualsiasi altra, come la vendita di qualsiasi bene di consumo. Particolarmente discussa, dopo la crisi finanziaria globale, è stata la terza regola, relativa al “ceco” rinvio ai *rating* in materia di derivati. In particolare, i sistemi giuridici globali hanno consentito alle banche di poter “mitigare” il rischio di credito, allorché esse avessero disposto – nelle vesti di acquirenti – di un CDS emesso da un soggetto che godeva di un *rating* favorevole rilasciato da un'agenzia riconosciuta dalle autorità di vigilanza bancaria (*i.e.* S&P's, Fitch o Moody's). In altre parole, quando una banca ha acquistato un CDS rilasciato da un soggetto che disponga di un *rating* favorevole concesso da una delle tre agenzie internazionalmente riconosciute, essa può “attenuare” il rischio di credito, cioè derogare alla disposizione normativa sul livello minimo dei fondi propri delle banche (cd. requisito di adeguatezza patrimoniale). Si è consentito, pertanto, alle banche che acquistano i CDS di sostituire il rischio di credito (nei confronti del debitore sottostante, ad esempio nei confronti della società Fiat) con il rischio della controparte che emette il derivato (ad esempio, la società finanziaria Lehman Brothers). Naturalmente, se il derivato creditizio fosse un prodotto sano, e non un bene con un vizio occulto, allora la scelta normativa sarebbe senza dubbio sensata: se esso assicurasse davvero il rischio di credito Fiat, sarebbe allora più che normale che la Banca (ad es. Intesa San Paolo) erogatrice del prestito alla società debitrice (Fiat) non procedesse più ad alcun accantonamento prudenziale e/o svalutazione del credito, limitandosi a “spesare” il costo dell'acquisto del CDS (a quel punto il debitore-sottostante Fiat potrebbe anche fallire ma, in caso di *default*, la banca riceverebbe un indennizzo in misura pari al credito fallito). Se, però, il derivato creditizio non è affatto un prodotto sano, giacché l'ordinamento ha consentito di immetterlo nel mercato sotto costo (in modo del tutto simile ad una polizza rischio incendio che costa, sì, molto poco, ma costa poco solo perché la compagnia non è in grado di coprire quel rischio), allora, la sostituzione del rischio di credito col rischio di controparte diventa un trucco molto pericoloso, di cui dal 2008 in poi si sono raccolti i frutti e in cui le agenzie di *rating* hanno svolto un ruolo niente affatto marginale. Infatti, in tanto la banca che compra CDS può *trasformare* il rischio di credito (nei confronti di Fiat così come di qualsiasi altro soggetto finanziato) in rischio di controparte (quindi nell'esempio, nel rischio assunto nei confronti di Lehman Brothers, emittente del CDS), in quanto la controparte “godà” di un buon *rating* da parte di una delle *Big Three*. Sul punto, si vd. BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi*, ... *op. cit.*, pp. 652 ss.; ENRIQUES L., GARGANTINI M., *Regolamentazione e Autoregolamentazione nei controlli interni sull'informazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, fasc. 5, 2009, pp. 906 ss.; STACCA S., *I codici di comportamento degli operatori finanziari nel sistema della tutela del risparmio in Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc. 6, 2017, pp. 2051 ss.

A quanti, ancora oggi, sostengono strenuamente l'efficienza del mercato dei capitali può ricordarsi che il mercato dei capitali da sempre (da quando esiste nella sua forma più "semplice" ove l'oggetto degli scambi era il *derivato* delle origini, cioè l'azione di società) non solo *non funziona* mai spontaneamente, ma è *impossibile* che lo faccia spontaneamente. Se, da una parte, è vero che la "speculazione" del mercato dei capitali è una speculazione, di per sé, potenzialmente "sana" in quanto razionale (cioè fondata su una valutazione razionale delle informazioni relative all'emittente e non sulla mera *scommessa*); dall'altra, è anche vero che tale *speculazione razionale* non può certo essere compiuta dal *quisque de populo*, vale a dire da quel risparmiatore anonimo che costituisce il protagonista ultimo del mercato dei capitali. L'investitore-risparmiatore, infatti, non solo non può comprendere le dinamiche più complesse di uno strumento finanziario derivato, ma non sarà in grado nemmeno di capire il 'semplice' bilancio di un emittente di una 'semplice' obbligazione a reddito fisso. Insomma, quale che sia lo strumento finanziario immesso nel mercato dei capitali, il *quisque de populo* (il risparmiatore) si trova sempre, strutturalmente, in una condizione di inferiorità.

Ed è proprio per questo che la relazione emittente/risparmiatore è una relazione che, se lasciata a sé stessa, innalza talmente tanto il rischio di frode – per l'ineliminabile *asimmetria informativa* – da esporre continuamente il mercato ad uno strutturale *rischio sistemico*⁶⁷: il *free rider* (anche detto "cattivo emittente", *i.e.* colui che immette nel mercato titoli "cattivi" o tossici) danneggia anche il buon emittente, coinvolgendo l'intero mercato dei capitali. Se si verifica un crollo reputazionale dell'intero mercato, è ovvio che si blocca alla radice un'istituzione che, senza fiducia, non può stare in piedi. Com'è noto, onde evitare questa *impasse*, il rimedio normativo classico è stato quello di imporre una serie di obblighi informativi e un complesso reticolo di responsabilità in capo agli operatori del mercato (quali intermediari finanziari, banche sponsor, revisori dei conti, autorità di vigilanza, ecc.) nel tentativo di ripristinare (sia pure in modo imperfetto) un certo *equilibrio* fra emittente e

⁶⁷ Nella definizione che ne dà FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, p. 122, «è il rischio del crollo di un intero sistema finanziario o di un intero mercato; esso può essere causato da eventi idiosincratici o dal comportamento degli intermediari finanziari, specie quando il rischio è interdipendente nel sistema finanziario. In tal caso il fallimento di una singola entità può causare fallimenti a cascata portando al collasso l'intero sistema finanziario»; come avviene, ad esempio, nel caso classico della "corsa agli sportelli" da parte dei risparmiatori, nell'ipotesi di rischio di insolvenza della propria banca (dovuto a un determinato shock negativo), che provochi un effetto a cascata sulle altre banche, alle quali verranno richiesti i capitali investiti dalla prima banca, di modo che si inneschi un generale ritiro dei capitali, ingenerando così una crisi di liquidità.

investitore e, sua volta, un certo *equilibrio* (informativo) nel mercato ove si formano i prezzi delle attività finanziarie.

Certamente, si può discutere se questa ‘rete di protezione’ legislativa fondata sulla trasparenza e sugli obblighi informativi sia stata o sia idonea a garantire l’attendibilità dei prezzi (e, quindi, l’efficienza del mercato dei capitali); ma è fuori di dubbio che se anche non sufficiente essa sia necessaria. Esattamente come per il mercato dei prodotti finanziari derivati, così anche per lo svolgimento dell’attività delle agenzie di *rating* dopo una prima fase di scetticismo normativo si è giunti alla medesima presa di coscienza ⁶⁸. La crisi finanziarie avvicendatesi nell’ultimo ventennio hanno innescato una risposta di tipo normativo trasversale: sia negli Stati Uniti che in Europa, tanto a livello nazionale quanto a livello sovranazionale. In questo senso, gli studi giuseconomici sul ruolo chiave giocato dalle agenzie di *rating* negli scandali finanziari più recenti sono giunti, in alcuni casi, a sostenere che queste ne abbiano rappresentato la *conditio sine qua non* ⁶⁹, sottolineando le criticità via via emerse e determinate dalla lacuna normativa del settore. È stato sottolineato, tra l’altro, come la scarsa trasparenza e le situazioni di conflitto d’interessi avessero incrinato quel meccanismo *reputazionale* alla base del servizio di *rating* e, di conseguenza, contribuito nel mettere a dura la prova la fiducia nei mercati ⁷⁰.

⁶⁸ MONTALENTI P., *Corporate governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Atti del convegno Fondazione Courmayeur/CNPDS 2008, Milano, Giuffrè, 2009, pp. 60 ss.; RESCIGNO M., *Il prodotto è tossico: tenere fuori dalla portata dei bambini*, in *Analisi Giur. Ec.*, 2009, 1, pp. 145 ss.; SPADA P., COSSU M., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, 4, vol. LXIII, pp. 401 ss.

⁶⁹ Sul punto, cfr. URBANI F., *La dimensione sovranazionale del rating: Regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Dir. Comm. Int.*, 2015, 2, pp. 583 ss., in cui si richiamano implicitamente le teorie di COFFEE J. C., *Understanding Enron. It's About the Gatekeepers, Stupid*, in *Columbia Law School – Centre for Law and Economic Studies Working Paper* n. 207, 2002, pp. 1 ss.; PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are not like other gatekeepers*, cit., pp. 70 ss.; WHITE L. J., *The CRAs and Their Role in the Financial System*, in *NY Stern School of Business*, Forthcoming in E. Brousseau, ed., *Oxford Handbook on Institutions, International Economic Governance, and Market Regulation*, Oxford University Press, 2016, pp. 2 ss.; RYAN J., *The Negative Impact of CRAs*, *SWP Berlin Working Paper* FG n. 1, 2012, pp. 12 ss.; HILL C., *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities*, 71 U. PITT. L. REV. University of Minnesota Law School, 2010, pp. 585 ss.

⁷⁰ Particolarmente incisiva fu la metafora del sistema finanziario come impianto idraulico dell’economia, evocata nella lettera di presentazione in occasione della 79° *Relazione della Banca dei Regolamenti Internazionali*, dove – proprio in riferimento alla fiducia – si legge che «[...] dal 2007 le tensioni del sistema finanziario sono andate aumentando in ondate successive. Nel marzo 2008 Bear Stearns veniva salvata dal fallimento; sei mesi dopo, il

A questo proposito, si impone la precisazione di cui sopra. Il c.d. meccanismo reputazionale, sotteso al funzionamento di un'attività come quella svolta dalle agenzie di *rating*, si fonda sull'interrelazione dei concetti di “certezza”, fiducia e rischio ⁷¹.

I giudizi di *rating*, infatti, si inscrivono nel più ampio terreno dei *reputational intermediaries* ⁷², i quali – facendo leva sulla loro intrinseca *autorevolezza* “nel” mercato – facilitano gli scambi perché, attraverso procedure o controlli di conformità a *standard* comuni, producono dei giudizi di “affidabilità” certificati, o comunque ufficialmente attestati, soddisfacendo così quelle esigenze tipiche di “sicurezza”, fiducia e conoscibilità (vale a dire, di “certezza” in senso lato) che da sempre connotano il mercato. L'autorevolezza o credibilità di tali soggetti – si è sostenuto – «sarebbe garantita dalla necessità di custodire e proteggere il proprio

15 settembre, Lehman Brothers dichiarava la bancarotta; e alla fine di settembre lo stesso sistema finanziario internazionale si trovava sull'orlo del collasso. Il sistema finanziario si fonda sulla *fiducia*, ma all'indomani del fallimento di Lehman Brothers questa fiducia è andata persa. La gente comune aveva confidato in coloro che gestivano e monitoravano il sistema finanziario, per poi scoprire che il sistema poteva comunque subire un tracollo. La crisi ha annientato la fiducia dei creditori nella probabilità che un prestito ritenuto di buona qualità venga rimborsato, e quella degli investitori nella sicurezza di lungo periodo dei propri investimenti [...]. Purtroppo la fiducia, una volta perduta, si riconquista solo lentamente. E prima che possa essere completamente ripristinata, il sistema finanziario dovrà essere ricostruito. Il sistema finanziario moderno è immensamente complesso, forse troppo per essere veramente compreso. Le interconnessioni in esso presenti danno luogo a rischi sistemici estremamente difficili da capire. Il fatto che le cose funzionassero apparentemente così bene (fino a quando hanno smesso di funzionare *tout court*) ha instillato in ognuno un illusorio senso di tranquillità. Dopo tutto, se le cose vanno bene perché cambiare? Ma questa comprensibile compiacenza, nata da fasi di forte espansione che recano benefici a tutti, getta i semi del tracollo futuro. Pertanto, nel tentativo di spiegare ciò che non ha funzionato e di porvi rimedio, è essenziale avere presente che il nuovo sistema finanziario dovrà tenere in maggiore considerazione i limiti inerenti alla nostra capacità di comprendere meccanismi complessi e di prevederne le potenziali falle», (BRI, 79° Rel. annuale, 2009, p. 4, disponibile sul sito ufficiale www.bis.org).

⁷¹ Sul punto, cfr. l'analisi di BENEDETTI A., *Certezza pubblica e “certezze” private. Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Milano, Giuffrè, 2010, p. XVII, che inquadra i giudizi di *rating* tra le c.d. “certezze” private, proponendo una lettura del fenomeno e dell'idea di certezza, nel senso più ampio del termine. Accanto al *rating*, l'A. individua le certificazioni di qualità ISO e quelle marchio CE come “certificazioni di mercato”, il cui frammentato quanto variegato quadro implica la moltiplicazione di interdipendenze tra pubblico e privato nella “produzione di certezze”. Tale categoria è stata efficacemente descritta come l'insieme di quelle «*certificazioni dirette ad una platea indistinta di soggetti, mediante le quali certificatori privati operanti in appositi mercati attestano, con funzione di “certezza”, la conformità a norme tecniche consensuali di prodotti, soggetti organizzazioni. [...] figure che la scienza aziendalistica definisce come “certificazioni indipendenti”*».

⁷² SMORTO G., *Reputazione, fiducia e mercati*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, fasc. 1, pp. 199 ss.

“capitale reputazionale”, che subirebbe un detrimento laddove [questi] fallisse[ro] nel compito ad ess[i] affidato, esprimendo giudizi compiacenti o non svelando situazioni di pericolo per i terzi»⁷³. Com'è noto, la teoria del capitale reputazionale vuole che la diminuzione della reputazione comporti inevitabilmente un calo della fiducia dei terzi nell'indipendenza del giudizio dell'intermediario, traducendosi da ultimo in un'inefficienza multilivello. L'indipendenza e imparzialità del *reputational intermediary* è assicurata da tale meccanismo, idoneo a fungere da disincentivo per condotte collusive o acquiescenti. Tuttavia, all'indomani della crisi mondiale la storia ha dimostrato il contrario. Non sono mancate, peraltro, le osservazioni critiche di quanti hanno evidenziato come proprio quegli stessi problemi di asimmetria informativa, che caratterizzano il mercato degli scambi impresa-investitore (e che le agenzie si propongono di attenuare), possano benissimo traslarsi sul mercato dei servizi intermediario-investitore. Si è giunti a dubitare, allora, della sufficienza del meccanismo reputazionale a garantire l'attendibilità di tali “certificatori”; consapevolezza, questa, che ha innescato le successive fasi di regolamentazione delle agenzie di *rating*. In via generale, quando si parla di fiducia nell'ambito dei mercati, è stato efficacemente osservato come gli obiettivi delle politiche normative oscillano alternativamente tra due opposti poli: da una parte, incrementare i meccanismi reputazionali, idonei – in linea teorica, appunto – ad accrescere la fiducia (ad esempio, tramite la tecnica del rinvio); dall'altra, viceversa, introdurre dei deterrenti all'eccesso di fiducia non giustificata, mediante forme diverse di protezione del contraente debole, in modo da tutelarlo per l'appunto da possibili affidamenti in condizioni di rischio eccessivo. Tali poli fotografano esattamente le due direttrici seguite dal regolatore – statunitense prima ed europeo poi – quando ha avuto inizio il fenomeno di giuridicizzazione progressiva di cui è stato (ed è tutt'ora) oggetto il *rating*, nelle due rispettive fasi della *regolazione* e della *controriforma*.

⁷³ BENEDETTI A., *op. cit.*, p. 33.

SEZIONE II

LA REGOLAMENTAZIONE PER LA FIDUCIA NEL *RATING*

SOMMARIO: 1. La nascita delle agenzie “riconosciute” (NRSROs): l’importanza della registrazione – 2. I tentativi di *soft law*: Codice IOSCO e autodisciplina delle agenzie di *rating* – 3. Il *rating* sotto la lente del giurista: il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 come prima disciplina organica – 4. L’avvio della fase normativa in Europa: il regolamento (CE) n. 1060/2009 come intervento diretto sulla qualità del *rating*

1. La nascita delle agenzie “riconosciute” (NRSROs): l’importanza della registrazione

I primi due interventi normativi del legislatore statunitense in materia di *rating* risalgono, rispettivamente, al 1936 e al 1975. Questi, pur non potendo propriamente iscriversi in quella che – in questa sede – è stata definita “fase della *regolamentazione*”, in quanto non diretti a disciplinare il fenomeno né tantomeno l’attività delle agenzie, furono però decisivi nel gettare le basi del c.d. processo di riconoscimento e/o attribuzione al *rating* di un valore regolamentare.

Nel 1936, facendo eco alle misure messe in campo dopo la crisi del ’29, l’*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC, *i.e.* Dipartimento del Tesoro) impose alle banche americane il divieto di investire in titoli di debito con *rating* inferiore alla ‘Bbb’, vale a dire sotto la soglia limite fissata da S&P’s, per la quale – da quel momento in poi – venne coniata l’attuale espressione di «*investment grade*». In tal modo, dovendosi necessariamente tenerne conto, i giudizi delle agenzie divennero cruciali nel determinare la capacità di collocamento sul mercato degli strumenti finanziari. Eppure il divieto *de qua*, introdotto nella *Section 308* del *Banking Act* del 1935 e nella *Section 9* del *Federal Reserve Act*, non forniva ulteriori specificazioni in ordine ai criteri di selezione delle agenzie, ai cui *rating* si doveva guardare: infatti, il testo si limitava a richiamare in modo generico i giudizi contenuti nei “*recognized rating manuals*”⁷⁴.

L’effettiva distinzione e, per l’effetto, “validazione” delle principali agenzie di *rating* fu operata dalla SEC nel 1975, quando, con l’adozione della *Rule 15c3-1*, si statuì che il parametro essenziale per la valutazione della qualità dei titoli detenuti in portafoglio, sulla cui

⁷⁴ Cfr. PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?*...*op. cit.*, 1999, pp. 619 ss.; PARMEGGIANI F., *op. cit.*, pp. 121 ss.

base fissare i requisiti minimi di capitale per gli intermediari finanziari (o *broker-dealers*), fosse proprio il *rating* emesso dalle “agenzie riconosciute”. Segnatamente, con l'intervento della SEC si istituiva la categoria delle *National Recognized Statistical Rating Organizations* (d'ora in poi NRSROs)⁷⁵, le uniche “riconosciute” e, quindi, legittimate ad emettere giudizi che fossero muniti di *valore regolamentare*. In altre parole, solo i *rating* emessi dalle agenzie riconosciute potevano essere usati a fini di *compliance*, andando a costituire il nucleo duro di quella che in seguito fu definita la “*rating-based regulation*”.

Nonostante la portata di tale istituzione, la normativa rimase molto vaga in merito ai criteri e alla procedura di riconoscimento: esso, infatti, sarebbe avvenuto a seguito dell'invio da parte dell'agenzia candidata di una c.d. “*no action letter*”, in forza della quale la *Division of Market Regulation* della SEC si impegnava a non promuovere alcuna azione di accertamento nei confronti di quei *broker-dealers*, che si fossero serviti dei *rating* di quella determinata agenzia. Tale qualifica poteva ottenersi in virtù di un riconoscimento (per l'appunto) su scala nazionale, basato sulla struttura organizzativa e finanziaria, sulle dimensioni, sulle procedure di emissione dei *rating* e sulla professionalità dei suoi dipendenti. Ulteriori parametri erano l'indipendenza dell'agenzia rispetto ai soggetti da essa valutati e le relative misure di tutela delle informazioni riservate. Nessuno di tali requisiti era stato codificato o formalizzato, ne risultava un procedimento – come si vedrà – poco trasparente e caratterizzato da ampi margini di discrezionalità.

2. I tentativi di *soft law*: Codice IOSCO e autodisciplina delle agenzie di *rating*

In una fase ancora prematura per l'elaborazione di una vera e propria legiferazione, il mercato del *rating* aveva già visto l'avvicinarsi di diversi tentativi di autoregolazione.

In particolare, a livello globale la Banca dei Regolamenti Internazionali (*Bank for International Settlements*, d'ora in poi BIS) aveva pubblicato uno studio (“*Credit Ratings and*

⁷⁵ In origine, la qualifica di NRSRO era stata riconosciuta a sette agenzie, poi ridotte a tre (S&P's, Moody's e Fitch Ratings) dopo l'acquisizione da parte di Fitch delle altre quattro minori. Attualmente, accanto alla Tre Sorelle, risultano globalmente registrate quali NRSRO's altre sei agenzie, cfr. lista ufficiale “*current NRSRO's*” della *U.S. Securities and Exchange Commission*, disponibile su <https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html>.

Complementary Sources of Credit Quality Information”)⁷⁶, che fosse funzionale alla revisione dell’accordo internazionale sul capitale. Segnatamente nel 1999, dato il crescente coinvolgimento del *rating* nella regolazione bancaria, su impulso del Comitato di Basilea, era stata richiesta un’analisi più approfondita su tali soggetti e sul grado di capillarità dell’attività da questi svolta, onde includerli nell’*international capital accord*. Nel documento in oggetto emerge come, sebbene fosse ormai ben nota l’importanza della categoria delle agenzie “riconosciute”, lo specchio riassuntivo dei criteri di registrazione delle NRSRO’s risultava ancora piuttosto generico. A titolo esemplificativo, per il Belgio tra i requisiti vi erano un «*general assessment of their credibility (...), an examination of their organisation and methodology, with particular attention for their integrity and independence*»⁷⁷; per l’Italia i criteri potevano riassumersi nella formula «*credibility, objectivity, transparency and role played in the Italian market*»⁷⁸, mentre per la Svizzera nella «*[o]bjectivity/experience/reputation/independence converge*»⁷⁹; addirittura, per la Francia era sufficiente che tali agenzie disponessero di «*[i]nformation not in the public domain*»⁸⁰, mentre per il Regno Unito di «*[m]arket recognition*»⁸¹. Per quanto dal quadro sinottico si noti che i criteri di eleggibilità elaborati e “praticati” dagli Stati Uniti fossero meno sintetici⁸² rispetto a quelli degli altri Paesi, di fatto, il tasso di indeterminatezza e di relativa discrezionalità nella selezione risultava lo stesso, con il medesimo risultato pratico di riconoscere la qualifica alle solite *Big Three*.

Parallelamente, una *task force* appositamente istituita all’interno dell’*International Organization of Securities Commission* (d’ora in poi IOSCO)⁸³ terminava i lavori sullo studio delle

⁷⁶ BIS, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers n. 3, 2000, pp. 1 ss.

⁷⁷ BIS, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers n. 3, 2000, Table 4, p. 51.

⁷⁸ *Ibidem*.

⁷⁹ *Ibidem*.

⁸⁰ *Ibidem*.

⁸¹ *Ibidem*.

⁸² «Potential NRSROs must meet the following criteria: [i.] Recognition as being credible and reliable from the predominant users of security ratings in the US; [ii.] Ability to operate independently of economic pressures or control of the companies being rated (e.g. having sufficient financial resources); [iii.] Employing an adequate number of staff members with the education and experience necessary to competently evaluate an issuer’s credit; [iv.] Utilising systematic rating procedures designed to produce credible and accurate ratings; [v.] Practising internal compliance procedures to prevent the misuse of non-public informations», *ibidem*.

⁸³ L’*International Organization of Securities Commission* è «l’organismo internazionale che riunisce le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari di tutto il mondo ed è riconosciuto come lo standard setter globale per il

principali problematiche relative al settore, pubblicando un rapporto sul ruolo delle agenzie nonché la relativa “Dichiarazione dei Principi relativa alle attività delle agenzie di *rating*”⁸⁴. Tali principi si rivolgevano a tutte le agenzie del mondo, indipendentemente dalla dimensione, dai Paesi in cui operavano o dalle metodologie utilizzate⁸⁵. Nella versione del 25 settembre 2003, la Dichiarazione prevedeva quattro macro-principi:

1. qualità e integrità del processo;
2. indipendenza e conflitto di interessi;
3. trasparenza e tempestività della divulgazione dei *rating*;
4. informazioni confidenziali.

Con “qualità” e “integrità” del processo (1.) si richiedeva alle agenzie di adottare delle procedure e metodologie *scritte* che garantissero un’analisi corretta, completa e in continuo aggiornamento di tutte le informazioni rilevanti, di modo che il *rating* prodotto fungesse da effettivo strumento di riduzione dell’asimmetria informativa tra emittenti e investitori⁸⁶. Perché ciò avvenisse, la Dichiarazione aveva già previsto che lo stesso *rating* avrebbe dovuto essere sottoposto ad una qualche forma di validazione, basata sull’esperienza storica: convalida, questa, che implicava l’uso di procedure di emissione sistematiche e rigorose, le

settore dei titoli. La IOSCO sviluppa, implementa e promuove l’adesione a standard riconosciuti a livello internazionale per la regolamentazione dei titoli». In particolare, le funzioni della Commissione IOSCO sono sintetizzate dalla stessa in tre principali obiettivi: *i.* cooperazione per lo sviluppo, la promozione e l’adesione a *standard* di regolamentazione riconosciuti a livello internazionale, volti ad assicurare l’efficienza, la solidità e la trasparenza dei mercati; *ii.* protezione degli investitori e promozione della fiducia nell’integrità dei mercati mobiliari, attraverso il rafforzamento dello scambio di informazioni e la cooperazione nell’applicazione delle norme contro i comportamenti scorretti e nella supervisione dei mercati e degli intermediari di mercato; *iii.* scambio di informazioni sia a livello globale che regionale sulle rispettive esperienze, onde assistere lo sviluppo dei mercati, rafforzare le relative infrastrutture e attuare una regolamentazione adeguata, cfr. sito ufficiale https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco.

⁸⁴ IOSCO *Statement of Principles regarding the activities of Credit Rating Agencies, A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, 25 sept 2003, disponibile sul sito ufficiale www.iosco.org.

⁸⁵ «La gran parte delle fonti del diritto finanziario internazionale è “informale” [*rectius*, riconducibile alla denominazione di *soft law* basata su] agende e *standard* stabiliti da organizzazioni intergovernative, generalmente istituite non sulla base di Trattati, ma sul consenso generalizzato e accordi non vincolanti» e il settore del *rating*, quantomeno nella sua prima fase, non vi ha fatto eccezione. Per un’analisi dettagliata sul punto, cfr. BRUMMER C., *Why Soft Law Dominates International Finance - and Not Trade*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, vol. 13, 3, Oxford University Press, p. 627.

⁸⁶ Pt. 1.1 e 1.2, IOSCO *Statement of Principles* ..., cit.

quali – in rapporto di necessità biunivoca, per poter essere definite tali – avrebbero dovuto contemplare una forma di controllo della qualità o, per l'appunto, di convalida (per cui si rinvia *infra* SEZ. II, CAP. II).

La qualità del procedimento implicava, a sua volta, l'integrità: infatti, gli analisti impiegati nelle agenzie avrebbero dovuto svolgere il proprio servizio in modo «*professional, competent and of high integrity*», vale a dire con la diligenza, la prudenza e la perizia richieste.

A ben vedere, tale primo obiettivo richiamava necessariamente il secondo (2.), ossia la presenza di protocolli di gestione dei conflitti di interesse a monte, per assicurare l'indipendenza del giudizio a valle ⁸⁷. Peraltro, già nella stessa Dichiarazione ci si era spinti fino ad esplicitare che tali meccanismi di previsione e gestione avrebbero dovuto vietare il coinvolgimento delle CRAs nella negoziazione di titoli o derivati intrinsecamente in conflitto di interesse con l'attività di valutazione ⁸⁸ nonché porre un obbligo di *disclosure* sulla natura degli accordi di retribuzione stipulati tra emittenti valutati e agenzie ⁸⁹.

Ancora una volta, non a caso, il principio successivo (3.) si poneva quale naturale corollario del precedente, prevenendo che le agenzie avrebbero dovuto fare della «*disclosure and transparency an objective in their ratings activities*». In particolare, oltre alla tempestività nella pubblicazione dei *rating* (la quale, come la crisi del 2008 ha ampiamente dimostrato, risulta cruciale tanto quanto una corretta assegnazione) ⁹⁰, si raccomandava alle agenzie una maggiore *disclosure* sulle loro procedure e metodologie, in modo da “tracciare” il processo di valutazione che portava ad assegnare uno specifico *rating*; ciò avrebbe dovuto includere, tra le altre informazioni, il significato di ciascuna categoria di *rating*, la definizione di *default* e

⁸⁷ Pt. 2 IOSCO *Statement of Principles* ..., cit.: «*CRA ratings decisions should be independent and free from political or economic pressures and from conflicts of interest arising due to the CRA's ownership structure, business or financial activities, or the financial interests of the CRA's employees. CRAs should, as far as possible, avoid activities, procedures or relationships that may compromise or appear to compromise the independence and objectivity of the credit rating operations*». Nell'enunciare tale macro-principio, la Commissione aveva specificato quello che, solo successivamente, venne tassativamente trascritto nelle varie regolamentazioni (per cui si vd. *infra* § 4), vale a dire che «un analista di CRA non dovrebbe essere compensato o valutato sulla base dell'ammontare delle entrate che [la stessa] CRA ricava dagli emittenti che l'analista valuta o con cui [...] interagisce regolarmente» (pt. 2.4).

⁸⁸ Pt. 2.3 IOSCO *Statement of Principles* ..., cit.: «*CRAs and CRA staff should not engage in any securities or derivatives trading presenting inherent conflicts of interest with the CRAs ratings activities*», formula che prelude chiaramente al divieto di svolgimento di attività o servizi c.d. accessori.

⁸⁹ Pt. 2.6 IOSCO *Statement of Principles* ..., cit.

⁹⁰ Pt. 3.1 e 3.2 IOSCO *Statement of Principles* ..., cit.

l'orizzonte temporale preso in esame dall'agenzia. La trasparenza doveva intendersi riferita anche alle procedure di validazione: infatti, le agenzie sarebbero state tenute a pubblicare dati sufficienti sui tassi storici di *default* delle varie categorie di *rating*, in modo che le parti interessate fossero messe in condizione di comprendere la c.d. *performance* storica di ciascuna categoria e le relative variazioni nel tempo (si vd. *infra* § 2, SEZ. II, CAP. II)⁹¹. È interessante notare come, nella stessa sede, la Commissione IOSCO aveva contemplato persino una specifica *disclosure* per i *rating* non richiesti; raccomandazione, quest'ultima, che rimase inascoltata per lungo tempo⁹².

Da ultimo, nella Dichiarazione si raccomandava di mantenere riservate e proteggere le informazioni confidenziali rivelate alle agenzie dagli emittenti, anche (ma non solo) per mezzo di appositi accordi o clausole di riservatezza (4.); obiettivo, invero, particolarmente sentito dalle CRAs e in relazione al quale non sono mai state registrate particolari criticità.

Com'era facilmente intuibile, operando le agenzie di *rating* in diverse giurisdizioni, la Commissione IOSCO aveva precisato che i suddetti principi non propugnavano un approccio "*one-size-fits-all*", ma indicavano obiettivi di alto livello, ai quali le agenzie medesime, le autorità di regolamentazione, gli emittenti e gli altri partecipanti al mercato avrebbero dovuto mirare per assicurare maggiore protezione agli investitori e garantire l'equità, l'efficienza e la trasparenza dei mercati mobiliari, riducendone il rischio sistemico. Così, a seconda dei diversi mercati, dei modelli di *business* adottati, del sistema legale di ogni giurisdizione, i meccanismi di attuazione avrebbero potuto essere di due tipi: di mercato e di regolamentazione. Su proposta della Commissione, questi ultimi potevano assumere le più svariate forme di combinazione tra disciplina legislativa, regolazione non statutaria, codici di condotta e *policies* (o procedure interne).

Proprio sulla scorta dei principi sanciti nella Dichiarazione, nel 2004 venne emanato un vero e proprio Codice di condotta (*IOSCO CRA Code of Conduct*), nel quale si indicavano una serie di linee guida per le agenzie di *rating* onde applicare e implementare gli obiettivi fissati nel 2003. Invero, il Codice nasceva quale frutto del dialogo tra la Commissione IOSCO, il Comitato di Basilea, l'*International Association of Insurance Supervisors*, gli emittenti e le CRAs, proprio per soddisfare la richiesta (formulata *in primis* dalle stesse agenzie) di un corpo di regole più dettagliate, da usare come "guida pratica" all'attuazione della

⁹¹ Pt. 3.3 e 3.4 *IOSCO Statement of Principles* ..., cit.

⁹² Per la cui trattazione, si rinvia al § 4, SEZ. I, CAP. III.

Dichiarazione, con la quale esso avrebbe dovuto essere letto in combinato disposto. La struttura quadripartita del Codice, infatti, rispecchiava quella dei macro-principi, articolandoli però in più disposizioni attuative o esplicative.

In particolare, tali linee guida indicavano quei “fondamenti” sui quali le singole agenzie avrebbero dovuto costruire i propri codici di condotta (da qui, c.d. “Codice dei fondamentali di condotta per le agenzie di *rating*”). Per quanto rispondenti ad esigenze di praticità e concreta attuabilità, le misure previste nel Codice dei fondamentali non aspiravano ad essere esaustive e onnicomprensive: le singole agenzie e i regolatori, infatti, avrebbero in ogni caso dovuto valutare l’eventualità di implementarle con misure aggiuntive adeguate alla specifica giurisdizione. Dalla lettura delle linee guida emerge chiaramente l’obiettivo di offrire un certo grado di flessibilità nell’incorporazione delle misure nei codici di ciascuna CRA: ad esempio, la linea 1.11, sez. C sulla qualità e integrità del processo di *rating* (1.) prescriveva che *«the CRA and its employees should comply with all applicable laws and regulations governing its activities in each jurisdiction in which it operates»*; o, ancora, nella linea 1.15 si statuiva che *«the CRA should institute policies and procedures that clearly specify a person responsible for the CRA’s and the CRA’s employees’ compliance with the provisions of the CRA’s code of conduct and with applicable laws and regulations. This person’s reporting lines and compensation should be independent of the CRA’s rating operations»*. Peraltro, il margine di discrezionalità può dirsi fosse direttamente proporzionale al “tasso di *compliance*” atteso dalla Commissione da parte delle agenzie: nel Codice, infatti, si prescriveva che queste avrebbero dovuto darvi piena attuazione, indicando non solo come ogni linea guida fosse stata recepita, ma anche se e in che modo l’eventuale deroga del singolo codice rispetto a quello dei fondamentali fosse (più o almeno ugualmente) idonea a raggiungere gli obiettivi IOSCO ⁹³.

Ciò avrebbe permesso, non soltanto alle rispettive autorità di regolamentazione ma anche ai singoli partecipanti al mercato, di valutare il livello di recepimento da parte delle

⁹³ *«The CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct fully implement the provisions of the IOSCO Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies and the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. If a CRA’s code of conduct deviates from the IOSCO provisions, the CRA should explain where and why these deviations exist, and how any deviations nonetheless achieve the objectives contained in the IOSCO provisions. The CRA should also describe generally how it intends to enforce its code of conduct and should disclose on a timely basis any changes to its code of conduct or how it is implemented and enforced»* (Pt. 4.1 IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, dec 2004, disponibile sul sito ufficiale www.iosco.org).

CRA dei principi e delle linee guida e, secondo il meccanismo reputazionale, di reagire di conseguenza. Naturalmente, rivolgendosi espressamente alle sole agenzie, tali tentativi di *soft law* non prendevano in esame gli altrettanto importanti obblighi di condotta, *sub specie* di trasparenza e cooperazione in capo alle entità valutate; il grado di veridicità e accuratezza delle informazioni fornite dagli emittenti restava cruciale per l'emissione dei *rating*.

Al “Codice dei fondamentali di condotta per le agenzie di *rating*” del 2004 sono seguite diverse revisioni.

La prima, nel 2008, venne pubblicata sulla scorta del *report* condotto dalla Commissione sul ruolo delle CRA nei mercati finanziari strutturati. La crisi dei mutui *subprime*, infatti, aveva chiaramente fatto emergere alcuni nodi del sistema del *rating*, alle cui inefficienze i cambiamenti apportati nel Codice erano indirizzati. Non a caso, le principali modifiche apportate vertevano sulla necessità di prevedere una specifica disciplina relativa ai *rating* emessi su prodotti di finanza strutturata e sull'implementare ulteriormente la trasparenza e i relativi obblighi di *disclosure*. In particolare, nella linea guida di chiusura (4.3) si richiedeva a ciascuna agenzia di pubblicare sul proprio sito web:

- i. un collegamento diretto al codice di condotta;
- ii. le metodologie utilizzate;
- iii. le informazioni sulle loro *performance* storiche.

Dato che emerge dalla revisione del 2008, oltre alla chiaramente più avvertita esigenza di regolamentare i derivati, è quello della constatazione dell'adozione da parte delle maggiori agenzie di *rating* di un proprio codice di condotta, ispirato a quello IOSCO⁹⁴.

Nel periodo dal 2006 al 2010, vista – come si dirà più avanti – la sempre più avvertita necessità di legiferare e regolamentare il settore, anche sul fronte internazionale furono presi provvedimenti. Nel maggio 2009, la IOSCO convertì quella che era stata istituita come apposita *task force* in un comitato permanente sulle agenzie di *rating* (c.d. *CRA's Committee 6*, o C6), con l'obiettivo di costruire un “consenso normativo transfrontaliero” sull'attività e sulla supervisione delle CRA per mezzo del Codice IOSCO. Il C6 nasceva, appunto, come tavolo internazionale di confronto per discutere e valutare su base sistematica le diverse iniziative

⁹⁴ Segnatamente, tra le agenzie esaminate, si è riscontrato che: le tre principali (Moody's, S&P's e Fitch) avevano introdotto un proprio codice, in buona sostanza rispondente ai principi IOSCO; la stragrande maggioranza delle agenzie restanti, invece, aveva attuato la versione del 2004 del Codice, ma non risultava ancora aggiornata alle linee guida aggiunte con la revisione del 2008; infine, solo una sparuta minoranza non aveva in alcun modo previsto un codice di autodisciplina in linea con quello IOSCO.

normative e politiche intraprese in materia dai Paesi aderenti nonché facilitare l'instaurarsi di un costante dialogo tra le autorità di regolamentazione dei titoli e l'industria del *rating*.

Dal rapporto sui risultati dell'osservazione svolta dal C6, pubblicato nel 2010, si apprendeva che sebbene la struttura e le disposizioni specifiche delle iniziative normative fossero diversi tra loro, i quattro macro-principi sanciti nell'originaria Dichiarazione IOSCO erano integrati in ciascuno dei programmi esaminati, potendo considerarsi i veri “mattoni” su cui sono stati via via costruiti i sistemi di regolamentazione delle CRAs.

Sulla scia di tali iniziative, nel 2013 la Commissione IOSCO propose l'istituzione di singoli collegi di vigilanza per le agenzie attive su scala globale: in particolare, i *supervisory colleges* di S&P's e Moody's sarebbero stati presieduti dalla SEC, mentre il collegio di Fitch dall'ESMA, dovendo tutti fungere da *forum*, nel quale incentivare maggiormente il dialogo tra autorità e agenzie globali, scambiando dati e informazioni sul livello di *compliance* con la normativa locale e di attuazione dei codici di condotta. Da ultimo, il Codice dei fondamentali venne aggiornato nella versione del 2015, il cui corpo di regole appare, oggi, molto più strutturato, prevedendo oltre ad una nuova e più dettagliata serie di incompatibilità per conflitto di interessi (2.14), anche una sezione interamente dedicata alla *governance*, al *risk management* e alla formazione dei dipendenti (4.)⁹⁵.

Tra tutti gli aspetti toccati dal descritto quadro regolatorio di *soft law*, si nota come l'attenzione delle autorità di vigilanza sui mercati mobiliari – pur a distanza di tempo – non si sia affatto concentrata sul nodo relativo allo *status* di NRSRO. A ben vedere, il problema della procedura di riconoscimento delle agenzie di *rating* entrò a pieno titolo nell'agenda dei regolatori (*in primis* di quello statunitense) relativamente tardi, quando – dopo alcuni timidi approcci da parte della SEC di cui si dirà – si inaugurò la vera e propria fase della regolamentazione.

⁹⁵ IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, mar 2015, disponibile sul sito ufficiale www.iosco.org.

3. Il *rating* sotto la lente del giurista: il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 come prima disciplina organica

Già a partire dal 1997, da più parti si erano sollevati dubbi sul ruolo giocato dalla SEC nella limitazione della concorrenza del mercato del *rating*: come visto, infatti, nel concedere alle varie agenzie richiedenti la qualifica di NRSRO, si riscontravano ampi margini di discrezionalità, posto che il procedimento avveniva in maniera tacita sulla base di criteri, caratterizzati da un alto tasso di indeterminatezza ⁹⁶. Invero, in quel periodo la stessa SEC aveva avanzato una proposta di modifica della procedura di riconoscimento, nella quale si prevedeva la codificazione dei criteri e l'eventuale appello da parte dell'agenzia richiedente in caso di diniego. Tale proposta rimase del tutto inascoltata, quantomeno fino alla riapertura del dibattito, a seguito della crisi dei mercati asiatici del '97 e dei mega-fallimenti dei primi anni del nuovo millennio (Enron, Parmalat, WorldCom). Nel 2003, infatti, venne pubblicato uno specifico rapporto della SEC, nel quale si rilevavano le maggiori criticità riscontrate nell'industria del *rating* (il *report* contava 56 punti), in particolare sui due temi centrali della registrazione e del conflitto d'interessi.

Sul primo tema, il rapporto raccoglieva posizioni diverse che spaziavano dalla completa abolizione della categoria "NRSRO", alla conservazione dello *status* ma con l'introduzione di specifici controlli, divieti o limitazioni allo svolgimento di alcune attività (es. quella di emettere *rating* non richiesti) o, ancora, alla raccolta tra il pubblico di *feedback* periodici sulla *performance* delle agenzie medesime. Tuttavia, a dispetto dei buoni propositi, la SEC – anche su consiglio di autorevole dottrina ⁹⁷ – stentò a schierare in campo delle effettive misure, almeno fino al 2006.

⁹⁶ Si vd. in questo CAP., *supra* §§ 1 e 2, *sub* nt. 79.

⁹⁷ WHITE L. J., *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is a Better Response*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, 25, p. 173, dove si legge: «[t]he political pressures have already led to some regulations – and are likely to lead to considerably more – that will raise the costs of providing ratings and thus raise barriers to entry, which in turn will tend to discourage new ideas, new methodologies, new technologies, perhaps new business models; in short, they will discourage innovation. This added regulation will tend to stultify the credit rating business and entrench and encrust current practices. Ironically, it is likely to make the incumbent large credit rating agencies more important, not less. There is a better way. That way involves less regulation of the credit rating agencies, as well as a reformulation of the prudential regulation of financial institutions' bond portfolios. The result would be more entry and more innovation in the provision of information for the bond markets and greater efficiency in those markets».

Così, negli Stati Uniti la prima disciplina organica dedicata alle agenzie di *rating* venne adottata con il *Credit Rating Agency Reform Act* (d'ora in poi CRARA) del 2006, cui seguì, nel giugno 2007, l'emanazione da parte della SEC di una serie di *rules* attuative (disciplina poi confluita nel *Securities Exchange Act* del 1934). Con tale normativa, il legislatore statunitense si proponeva di trattare espressamente le principali problematiche emerse in occasione dei citati scandali finanziari, attribuendo alla SEC poteri di supervisione sull'operato delle agenzie di *rating*.

Come sopra anticipato, strumentale all'esercizio di tale controllo era la regolamentazione della procedura e dei requisiti per ottenere la registrazione tra le NRSROs – prima, per l'appunto, non formalmente disciplinata, discrezionale e poco trasparente – e, soprattutto, l'attribuzione del potere di revocare la suddetta registrazione, in caso di violazione dei regolamenti emanati dalla medesima autorità federale.

In particolare, la composita normativa americana si muoveva lungo due direttrici: da una parte, descriveva in modo dettagliato le fasi della procedura e gli adempimenti necessari al “*riconoscimento*”, su scala nazionale, della qualifica di “NRSRO” (e la conseguente conservazione); dall'altra, dettava una serie di disposizioni volte a prevenire il verificarsi di possibili *abusi* e *conflitti di interesse*, commessi nell'esercizio dell'attività di *rating*.

Per quanto attiene al primo profilo, dalle disposizioni relative alla presentazione del modulo per la domanda di registrazione (e ai relativi requisiti che l'agenzia richiedente deve, tutt'ora, allegare) già emergevano le prime perplessità in ordine all'importanza attribuita al c.d. *capitale reputazionale*.

L'agenzia richiedente, infatti, per poter essere riconosciuta doveva allegare alla domanda – oltre a una serie di documenti comprovanti requisiti strutturali e organizzativi – non meno di due certificazioni di almeno dieci investitori istituzionali qualificati (non collegati all'agenzia medesima) per ogni categoria di soggetti destinataria del *rating*⁹⁸; le certificazioni allegate dovevano attestare che tali investitori si fossero serviti dei *rating* emessi

⁹⁸ Deve precisarsi che – ai sensi della *Section 15E* del *Securities Exchange Act* (o SEA) – la domanda di registrazione poteva (e, tutt'ora, può) essere formalmente presentata alla SEC per l'emissione di *rating* tanto nei confronti di una, quanto di più categorie di soggetti, elencate nella *Section 3(a)* del SEA: vale a dire, istituzioni finanziarie (*broker* o *dealers*), compagnie assicurative, imprese emittenti strumenti finanziari e qualsiasi emittente di *asset backed securities*, *municipal securities* o strumenti finanziari emessi dal governo americano o da governi stranieri. Sul punto, cfr. PARMEGGIANI F., *op. cit.*, p. 123.

dall'aspirante NRSRO ⁹⁹, quantomeno nei tre anni precedenti alla domanda. Questa doveva presentarsi attraverso un apposito modulo predisposto dalla SEC e, con riferimento ai requisiti operativi, l'agenzia richiedente doveva specificare:

- i) le *performance* dei propri *rating* nel breve, nel medio e nel lungo periodo;
- ii) le procedure e metodologie usate nell'emissione;
- iii) le *policies* adottate per prevenire l'abuso di informazioni riservate;
- iv) l'adozione ed effettiva applicazione di un proprio codice etico o, in mancanza, le relative ragioni giustificative secondo la "*comply or explain rule*";
- v) gli eventuali conflitti d'interesse relativi all'emissione di propri *rating*;
- vi) una lista dei maggiori clienti dell'agenzia ¹⁰⁰.

Tra i requisiti descritti nella procedura di registrazione (tutt'ora vigente), però, emerge chiaramente che quello essenziale è costituito dalla *reputazione* o *credibilità* della candidata, parametro a contenuto fortemente "autoreferenziale", di modo che l'accesso al mercato del *rating* risulti essere molto difficoltoso per le agenzie emergenti.

Si è venuta a creare, così, una vera e propria *barriera normativa* all'ingresso: per poter operare nel mercato, cioè, l'agenzia di *rating* deve tutt'oggi essere riconosciuta su scala nazionale ma, per ottenere il riconoscimento come NRSRO, la stessa deve dimostrare di aver operato continuativamente nel mercato del *rating* da almeno tre anni e in modo 'qualificato'. È evidente come lo schema si risolve in quella che è solo un'apparente possibilità di scelta o di accesso data dalla procedura, la quale, in realtà, per motivi logici nascosti o poco evidenti, cela un'unica possibilità.

In breve, essa inverte il classico "paradosso del comma 22" (o *catch 22 effect*), per cui «chi è pazzo può chiedere di essere esentato dalle missioni di volo, ma chi chiede di essere esentato dalle missioni di volo non è pazzo» ¹⁰¹.

⁹⁹ Cfr. *Sections 3(a)(62)(B) e 15E(a)(B)(ix), Securities Exchange Act of 1934*, su <https://www.sec.gov/ocr/sea34-15epdf.html>.

¹⁰⁰ Segnatamente, si richiedeva, su base confidenziale, un elenco dei venti maggiori emittenti e sottoscrittori che utilizzavano i servizi di *rating* dell'aspirante NRSRO, selezionati sulla base del fatturato netto da questi ricevuto nell'anno fiscale immediatamente precedente la data di presentazione della domanda, cfr. *Section 15E(a)(B)(viii), Securities Exchange Act of 1934*, su <https://www.sec.gov/ocr/sea34-15epdf.html>.

¹⁰¹ Così stabiliva il *catch 22* (tradotto come "comma 22" o "tranello 22") del regolamento dei piloti nell'omonimo romanzo di Joseph Heller. Edita nel 1961, l'opera narra delle avventure di un gruppo di aviatori statunitensi, assegnati ai bombardamenti sul suolo italiano durante la seconda guerra mondiale. Il paradosso,

Da qui, le diverse critiche mosse al processo di autorizzazione, considerato da molti concepito e strutturato per conservare lo *status quo* di un regime sostanzialmente oligopolistico (principalmente spartito tra le Tre Sorelle)¹⁰² e, in ultima analisi, per evitare la formazione di un vero e proprio mercato *concorrenziale* del *rating*.

Sull'auspicabilità di una maggiore concorrenza in questo tipo di mercato si dirà più avanti, ma già in questa sede deve precisarsi come si tratti di un tema spinoso, su cui la dottrina giuseconomica – nonostante la posizione assunta, da ultimo, dal legislatore europeo – appare ancora divisa¹⁰³.

Peraltro, nel disciplinare la procedura di registrazione, si precisava che il riconoscimento sarebbe dovuto avvenire in modo automatico, secondo uno schema di silenzio-assenso, trascorsi novanta giorni dall'invio della domanda. I poteri di supervisione della SEC, tuttavia, non potevano in alcun modo spingersi fino a regolare nel merito la materia: la norma, infatti, poneva tanto per la SEC, quanto per le autorità statali e locali, il divieto di legiferare sulle concrete procedure e metodologie di assegnazione dei *rating*¹⁰⁴. La

infatti, rappresenta la feroce critica mossa dall'autore alla struttura militare e, più in generale, all'assurdità della guerra.

¹⁰² Sul punto, in modo netto C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in 82 *Washington Univ. Law Quart.* 43, 2004, p. 54, secondo la cui opinione «[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"». Si vd. anche PARMEGGIANI F., *op. cit.*, pp. 123 ss. e bibliografia ivi citata.

¹⁰³ Si vd. *infra* § 3, SEZ. III, in questo CAP. e §§ 4.1 e 4.2, SEZ. I, CAP. III.

¹⁰⁴ Section 15E(c)(2), *Securities Exchange Act of 1934*, su <https://www.sec.gov/ocr/sea34-15epdf.html>, regola poi confermata anche dai successivi interventi di riforma del legislatore statunitense (per cui si rinvia *infra* SEZ. III, di questo CAP.). L'opinione che era prevalsa nel Congresso, evidentemente perdurata nel tempo, era quella per cui la SEC non avrebbe le competenze per elaborare i modelli o le procedure ai quali le agenzie dovrebbero conformare la propria attività, ma potrebbe – al più – valutarne l'aderenza a modelli predisposti autonomamente dalle stesse agenzie («[t]his compromise under which the SEC can restrict conflicts of interest, require disclosure, and monitor performance, but not regulate the methodologies or models by which ratings are determined reflected a Congressional view that the SEC lacked the expertise to prescribe models to the CRAs, but could evaluate the consistency of application by each CRA. This compromise will remain in force even under the currently pending legislation passed by the two houses of the U.S. Congress», così COFFEE JR., *Rating Reform. The Good, The Bad and The Ugly*, cit., p. 20).

SEC, poi, avrebbe dovuto vigilare sul continuo aggiornamento dei suddetti requisiti per valutare la conservazione (o, in caso di esito negativo, revocazione) della qualifica *de qua*¹⁰⁵.

Per quanto attiene al secondo profilo, la normativa statunitense – oltre a prevedere delle specifiche disposizioni per reprimere gli abusi¹⁰⁶ praticabili dalle NRSROs – si occupava di una delle principali e più controverse questioni in materia di agenzie di *rating*, ossia il conflitto d'interessi.

Specificatamente, proprio in quanto rischio ineludibile insito nell'attività delle agenzie di *rating*, la regolamentazione sulla gestione dei conflitti d'interessi (*sub specie*, la *Rule* 17g-5) muoveva da una fondamentale distinzione tra condotte *sanabili* e condotte *insanabili*. Per le prime era sufficiente comunicare prontamente alla SEC il rischio del conflitto e l'adozione di specifiche politiche per non incorrere nella sanzione: vi rientrano, ad esempio, tutte le ipotesi legate al fisiologico svolgimento della prestazione delle agenzie secondo il modello *issuer pays model* oppure quelle in cui i dipendenti dell'agenzia abbiano interessi diretti nelle stesse imprese soggette a valutazione (spesso a seguito di servizi di *broker* o *dealer* prestati dall'agenzia medesima). La pronta comunicazione alla Commissione in sede di registrazione e relativa adozione delle procedure di gestione impediva l'integrazione del conflitto d'interessi e, in ultima analisi, faceva sì che l'NRSRO andasse esente da sanzioni. Diversamente, per quelle *insanabili* non era previsto alcun rimedio.

Segnatamente, tra queste ultime figurano: l'ipotesi di influenza economica, in cui l'agenzia emetta un *rating* nei confronti di un soggetto da cui derivi più del 10% delle sue entrate nette percepite nell'anno precedente; l'ipotesi in cui la dipendenza intercorra tra l'impresa destinataria del *rating* e un singolo analista o altro membro del personale (anziché con l'agenzia *in toto*), di modo che questi si trovi a valutare un'impresa presso la quale egli stesso svolga un ruolo dirigenziale o vanti un interesse diretto di altro tipo; oppure, ancora, il caso di *rating* emesso tra società appartenenti allo stesso gruppo.

La disciplina prevedeva poi la sanzionabilità (quantomeno in astratto) da parte della SEC anche delle pratiche scorrette (*rectius* uso improprio) dei *rating* non richiesti, per la cui trattazione si rinvia al § 4, SEZ. I, CAP. III.

Per ogni tipologia di condotta integrante un conflitto d'interessi insanabile o, più in generale, in caso di violazione della normativa esaminata, si attribuiva alla Commissione il

¹⁰⁵ Section 15E(b)(1), *Securities Exchange Act of 1934*, su <https://www.sec.gov/ocr/sea34-15epdf.html>.

¹⁰⁶ Coincidenti sostanzialmente con le condotte integranti le due principali tipologie di abusi di mercato, *sub specie* manipolazione del mercato e *insider trading*.

potere di sanzionare l'agenzia colpevole: il trattamento sanzionatorio andava dalla censura formale della condotta, all'imposizione di limitazioni all'attività per un periodo massimo di un anno o, da ultimo, alla sanzione più grave della revocazione della qualifica di NRSRO¹⁰⁷.

Entrambe le direttrici seguite dal legislatore statunitense, dunque, hanno certamente rappresentato un passo in avanti nella comprensione e nella regolazione del fenomeno del *rating*, introducendo – per la prima volta – una procedimentalizzazione del riconoscimento delle agenzie come NRSROs, nonché tipizzando e sanzionando *alcuni* conflitti d'interesse. Cionondimeno, si è dato atto delle criticità residue in tema di capitale reputazionale e di *catch 22 effect*, in relazione alle quali – anche a seguito dell'emanazione delle varie *rules* attuative del 2007 – tale primo intervento non ha colto nel segno.

Parallelamente, anche in tema di conflitto d'interessi, il CRARA non ha intercettato il più ampio spettro di potenziali conflitti in cui le agenzie possano incorrere (specie nello svolgimento dei c.d. servizi accessori).

La crisi dei mutui *subprime* ha platealmente confermato tali carenze, sottolineando tutta l'inadeguatezza della normativa del 2006, specialmente in relazione alla prestazione dei servizi ancillari da parte delle agenzie e alla valutazione dei prodotti di finanza strutturata; entrambi divenuti, poi, “obiettivi sensibili” dei successivi interventi di riforma dal 2008 (per cui si rinvia *infra* SEZ. III, in questo CAP.).

Non è questa la sede per un'attenta disamina delle cause della crisi, annunciata al mondo con il fallimento della Lehman Brothers, tuttavia – per quanto qui di interesse – basti notare come la fiducia riposta dagli operatori del mercato nei *rating* emessi dalle NRSROs

¹⁰⁷ Cfr. *Section 15E(d), Securities Exchange Act of 1934*, su <https://www.sec.gov/ocr/sea34-15epdf.html>. Sull'effettività della deterrenza di tali sanzioni, si vd. Commento alla norma di WHITE L. J., <https://www.sec.gov/comments/s7-04-07/ljwhite5038.htm>, dove l'A. già proponeva di strutturare un regime repressivo delle condotte abusive sulla falsariga della disciplina *antitrust*: «*[t]he practices that the SEC is addressing here are best analyzed on the concept of “tying” under the antitrust laws, since an NRSRO would be conditioning the provision of one service (or the price of that service) with the client’s purchasing one or more other services from the NRSRO. Modern antitrust analysis has indicated that there can be beneficial reasons for a seller to tie one good or service to another, but also that there can be deleterious, anti-competitive consequences from tying. The latter consequences can occur when the seller has market power in the tying product and the intent of the tying action is to maintain or increase the seller’s market power in the tying and/or tied products – e.g., by foreclosing or raising the costs of rivals or potential entrants (“raising rivals’ costs”). This is the standard that the SEC should use in deciding what constitutes “unfair, coercive, or abusive practices”, including its consideration of the practice of “notching”*». Sull'applicabilità della normativa *antitrust* (*sub specie*, a livello europeo) ad alcune condotte abusive poste in essere dalle agenzie di *rating*, si vd. § 4, SEZ. I, CAP. III.

abbia giocato un ruolo cruciale¹⁰⁸ nel collocamento e nella diffusione di quei derivati creditizi, quali i *residential mortgage backed securities* (RMBS) e i *collateralized debt obligations* (CDO), che più (troppo) tardi furono classificati come “tossici”¹⁰⁹.

¹⁰⁸ Di questo avviso, tra gli altri, di COFFEE J. C., *Understanding Enron. It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., pp. 1 ss.; PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are not like other gatekeepers*, cit., pp. 70 ss.; WHITE L. J., *The CRAs and Their Role in the Financial System*, cit., pp. 2 ss.; RYAN J., *The Negative Impact of CRAs*, cit., pp. 12 ss.; HILL C., *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities*, cit., pp. 585 ss.; DARBELLAY A., *Regulating Credit Agencies*, cit., pp. 101 ss.; MURPHY A.B., *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 *Oklahoma Law Review*, 2010, vol. 62, n. 4, pp. 736 ss.; ELLIS N.S., FAIRCHILD L.M., D'SOUZA F., *Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea? Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, in 17 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 175, 2012, pp. 17 ss.

¹⁰⁹ Tecnicamente definiti “strumenti finanziari derivati”, ossia che si basano (o, materialmente, si costruiscono) su altri strumenti. In particolare, tali obbligazioni appartengono alla categoria delle *asset backed securities* (ABS): si tratta di titoli cartolarizzati che hanno dietro (c.d. “sottostante”) prestiti immobiliari, concessi per acquisto di edifici residenziali. Le emittenti sono, generalmente, società-veicolo create dalle banche e i titoli sono “segmentati” secondo il grado di rischio. È possibile anche creare titoli sintetici (c.d. CDO) che comprendano RMBS di diverso grado di rischio. Accanto a tali tipologie di derivati, protagonista del crollo dei mercati finanziari, è stata anche la tipologia dei *credit default swap* (CDS). Questo, in particolare, è strutturato come un contratto bilaterale, stipulato tra un venditore (c.d. *protection seller*) e un acquirente (c.d. *protection buyer*) ed avente ad oggetto appunto la vendita di una *copertura finanziaria* (ossia il trasferimento da un soggetto A ad un soggetto B di un «rischio» inerente ad una attività «sottostante», nello specifico un rischio di credito). La struttura è simile a quella del contratto di assicurazione o di fideiussione ma con delle rilevanti deroghe. Nel derivato – e qui sta la sua essenza – il “rischio” non è un mero *accessorio* del contratto (ogni contratto comporta rischi), bensì proprio il suo *oggetto principale*. Può dirsi, infatti, che il derivato è «quel contratto con il quale si dà un prezzo al rischio». In forza di tale contratto, al verificarsi dell'evento dedotto, c.d. *credit event* (ossia il fallimento del debitore *sottostante*, per es. la Fiat) la società finanziaria che emette il CDS (o *protection seller*) si obbliga a rimborsare alla controparte acquirente l'intero valore del titolo obbligazionario *sottostante*. Per contro, l'acquirente (o *protection buyer*) si obbliga a corrispondere alla società emittente il prezzo del CDS. La particolarità sta nel fatto che il *protection buyer* non sarà soltanto il titolare del credito sottostante (ad es. Banca Intesa San Paolo erogatrice del prestito alla Fiat), bensì un numero indefinito di terzi che possono benissimo anche non possedere il titolo sottostante; cosicché, il *protection seller* riceverà da ciascuna delle controparti un flusso monetario certo (i.e. il prezzo del CDS, che corrisponde al corrispettivo per l'assunzione del rischio) e, per contro, sarà tenuta al tempo stesso a corrispondere un flusso monetario incerto (perché subordinato al verificarsi del *default*) corrispondente a tanti indennizzi quanti sono i CDS venduti. Si intuisce, allora, quale sia il livello di complessità e capillarità di tali strumenti. Tuttavia, la “tossicità” è dovuta non tanto alla struttura, bensì ad una stratificata opera di *de-regulation* del settore della finanza strutturata, nella quale si sono iscritte le sopra descritte inefficienze del mercato del *rating*, cfr. HUNT J. P., *Credit Rating Agencies and The Worldwide Credit*

Tale presa di coscienza ha gettato le basi, da una parte, per una rivisitazione della normativa americana esistente e, dall'altra, per l'adozione di una prima disciplina comunitaria.

4. L'avvio della fase normativa in Europa: il regolamento (CE) n. 1060/2009 come intervento *diretto* sulla qualità del *rating*

In ambito europeo, prima dell'emanazione del regolamento (CE) n. 1060 del 16 settembre 2009¹¹⁰, le agenzie di *rating* operavano in assenza di una disciplina giuridicamente vincolante¹¹¹.

Una volta preso atto del ruolo chiave giocato da tali soggetti nel crollo dei mercati finanziari, si è avvertita la necessità di colmare tale pericoloso vuoto normativo¹¹², optando per un approccio uniforme.

La scelta dello strumento del regolamento, infatti, producendo effetti immediati e diretti in tutti gli Stati membri dell'Unione, avrebbe garantito un'impostazione coerente ed omogenea su tutto il territorio, senza necessità di atti interni attuativi. Dato, quest'ultimo, nient'affatto trascurabile, visto e considerato che all'epoca in nessun Paese europeo esisteva

Crisis: The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement, in SSRN, 2008, pp. 7 ss. Sulla serie di interventi normativi statunitensi, avvicendatisi dalla fine degli anni '80 in poi, che hanno portato alla "liberalizzazione" dell'attività, dei relativi principi contabili e, da ultimo, all'attenuazione del rischio di credito per i derivati, cfr. BARCELLONA E., *op. cit.*, pp. 652 ss. e ENRIQUES L., GARGANTINI M., *Regolamentazione e Autoregolamentazione nei controlli interni sull'informazione finanziaria*, cit., pp. 906 ss.

¹¹⁰ Regolamento (CE) n. 1060/2009, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito, in G.U. 17 novembre 2009, n. L. 302/1.

¹¹¹ Come analizzato in precedenza, esisteva un quadro regolatorio di livello internazionale, costruito su impulso della IOSCO e supportato – quantomeno in linea teorica – dai codici di condotta, adottati delle singole agenzie. Nel quadro europeo, delle agenzie di *rating* veniva fatta una (breve) menzione nella direttiva 2003/6/CE relativa al *market abuse*, nella direttiva MiFID 2004/39/CE e nella direttiva di recepimento degli accordi di Basilea II (2006/48/CE) relativa ai requisiti patrimoniali delle banche.

¹¹² Invero, il percorso legislativo europeo è stato costellato da tutta una serie di studi e consultazioni, anticamera di altrettante proposte e relazioni, che – a loro volta – hanno preceduto il primo intervento normativo. In un primo momento, infatti, la Commissione europea – incaricata dal Parlamento di predisporre una serie di proposte legislative per regolamentare le agenzie di *rating* – si era pronunciata con apposita Comunicazione sulle agenzie di *rating* del credito dell'11 marzo 2006, dove dichiarava adeguato e sufficiente il quadro normativo allora vigente. Per una panoramica, cfr. DI DONNA L., *op. cit.*, pp. 109 ss.

un regime organico di registrazione delle agenzie attive nel mercato interno e che sarebbe stato particolarmente complesso un eventuale coordinamento dei singoli sistemi, nel caso si fosse privilegiato, ad esempio, lo strumento più flessibile della direttiva.

Considerato il carattere *cross-border* del *rating*, l'assoggettamento a discipline differenti nei vari sistemi giuridici statali avrebbe avuto, da una parte, un impatto negativo sul mercato interno e, dall'altra, uno pressoché nullo in termini di uniformità di tutela degli investitori. Così, in ossequio al principio di sussidiarietà sancito dall'art. 5, par. 3, TFUE, «l'Unione [interveneva] (...) in quanto gli obiettivi dell'azione non [potevano] essere conseguiti in maniera sufficiente dagli Stati membri, né a livello centrale né a livello regionale e locale»¹¹³.

Pertanto, l'atto normativo immediatamente efficace in tutti i suoi elementi facilitava le autorità competenti nazionali nel vigilare sull'attività delle agenzie, istituendo «un quadro di regolamentazione comparabile a quello applicato negli USA e basato sugli stessi principi»¹¹⁴.

Infatti, la normativa comunitaria si è incentrata immediatamente sui profili più problematici dell'attività di *rating*, già affrontati dalla disciplina statunitense: dalla registrazione e sottoposizione a vigilanza delle agenzie alla gestione del conflitto d'interessi, dall'adozione di una simbologia specifica per gli strumenti finanziari strutturati agli specifici obblighi di *disclosure* concernenti la pratica degli *unsolicited rating*, prescrivendo anche per questi ultimi l'adozione di una simbologia *ad hoc*.

Un carattere peculiare della regolamentazione europea, rispetto a quella americana, sta nell'aver previsto disposizioni estremamente dettagliate, dedicate alle misure organizzative

¹¹³ Segnatamente, nel considerando n. 75, reg. (CE) n. 1060/2009, si legge: «[p]oiché l'obiettivo del presente regolamento, vale a dire garantire un livello elevato di protezione dei consumatori e degli investitori fissando un quadro comune in materia di qualità dei rating emessi nel mercato interno, non può essere realizzato in misura sufficiente dagli Stati membri e può dunque, a causa dell'attuale scarsità della legislazione nazionale e del fatto che la maggioranza delle agenzie di rating del credito esistenti sono stabilite al di fuori della Comunità, essere realizzato meglio a livello comunitario, la Comunità può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato».

¹¹⁴ Così la Relazione contestuale alla proposta di Regolamento CE n. 1060/2009 (p. 4), in cui si esplicitava il perseguimento di quattro obiettivi fondamentali: a) la previsione e gestione dei conflitti d'interessi; b) il miglioramento della qualità delle metodologie impiegate per l'emissione dei *rating* (nonché della qualità dei *rating* medesimi); c) la garanzia di maggiore trasparenza, attraverso l'imposizione di obblighi di comunicazione in capo alle agenzie di *rating*; d) l'istituzione di un sistema di registrazione e vigilanza efficiente, volto a scongiurare fenomeni di *forum shopping* o arbitraggio regolamentare tra gli Stati membri dell'UE.

concernenti il modello di *governance* ¹¹⁵, evidenziando come sia lo stesso c.d.a. (o consiglio di sorveglianza, in caso di sistema dualistico) dell'agenzia ad essere investito del compito di garantire l'*indipendenza* del procedimento di *rating* e la prevenzione dei conflitti d'interesse.

In breve, la *compliance* dell'agenzia rispetto alla normativa in esame avrebbe potuto desumersi già sul piano strutturale.

A questo proposito si nota come, sebbene nel regolamento del 2009 non si menzioni mai specificatamente l'istituzione in seno al c.d.a. di un "comitato per il controllo interno", l'intenzione sia stata quella di "allineare" strutturalmente l'agenzia di *rating* con le più complesse entità sottoposte al suo giudizio (*i.e.* società quotate in mercati regolamentati), attribuendo ai membri indipendenti della CRA una vera e propria funzione di controllo o *internal auditing*.

¹¹⁵ Nell'allegato I al reg. (CE) n. 1060/2009, rubricato "*Indipendenza e prevenzione dei conflitti d'interesse*", sotto la sez. A relativa ai "*Requisiti organizzativi*", al punto 2 si legge: «(...) [a]lmeno un terzo ma non meno di due dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza di un'agenzia di *rating* del credito sono membri *indipendenti* che non partecipano all'attività di *rating* del credito. (...) La *retribuzione* dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza non è collegata ai risultati economici dell'agenzia di *rating* del credito ed è strutturata in modo tale da garantire l'indipendenza del loro giudizio. L'incarico dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza ha una *durata* prefissata non superiore ai *cinque anni* e *non è rinnovabile*. La *revoca* dell'incarico dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza ha luogo soltanto in caso di condotta scorretta o scarso rendimento professionale. La maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, compresi i suoi membri indipendenti, ha conoscenze sufficienti in materia di servizi finanziari. Nella misura in cui l'agenzia di *rating* del credito emetta *rating* di strumenti finanziari strutturati, *almeno un membro indipendente* e un *altro membro* del consiglio di amministrazione debbono avere conoscenze approfondite ed esperienze ad alto livello dei mercati degli strumenti finanziari *strutturati*. Oltre alla responsabilità globale del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, i membri indipendenti del consiglio hanno il compito specifico di controllare:

- a. lo sviluppo della *politica* di *rating* del credito, e delle *metodologie* usate dall'agenzia di *rating* del credito nell'ambito della sua attività di *rating*;
- b. l'efficacia del sistema di *controllo interno* della *qualità* dell'agenzia in relazione all'attività di *rating*;
- c. l'*efficacia* delle misure e procedure istituite per garantire che eventuali *conflitti di interesse* siano identificati, eliminati o gestiti e resi pubblici; e
- d. le procedure di *governance* e di messa in *conformità* con la normativa, compresa l'efficienza della funzione di revisione di cui al punto 9 della presente sezione.

I pareri espressi dai membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, sulle materie di cui alle lettere da a) a d) sono presentati *periodicamente* al consiglio e messi a disposizione dell'*autorità competente* su richiesta» (cors. agg.).

Ai componenti indipendenti del c.d.a., infatti, spetta il compito di supervisionare periodicamente le metodologie, i modelli e le ipotesi fondamentali (quali gli assunti matematici o le correlazioni) utilizzati dall'agenzia per la valutazione delle entità o dei nuovi strumenti finanziari oggetto dei *rating* ¹¹⁶.

Tale tipo di previsione si spiegherebbe in un'ottica di tutela della credibilità sul mercato del prodotto offerto dalle agenzie, ma anche di tutela della credibilità del mercato *tout court* ¹¹⁷, in quanto parrebbe illogico prescrivere alle società emittenti il rispetto di stringenti requisiti di *corporate governance* e, al tempo stesso, non pretendere lo stesso livello di organizzazione interna da parte di soggetti che, sulle emissioni delle prime, esercitano un potere enorme.

Di più, le misure organizzative richieste avrebbero dovuto assicurare una maggiore indipendenza dell'agenzia non soltanto dai propri clienti (mitigando, così, il rischio di conflitto d'interessi insito nel modello dell'*issuer pays*), ma anche dai propri assetti proprietari.

Più in generale, il primo intervento del legislatore europeo è stato definito come di tipo *diretto*, in quanto costruito su “nuclei di disciplina”, che incidono – per l'appunto – direttamente sulla struttura delle società di *rating* e sulle modalità di svolgimento della relativa attività.

Già nel *considerando* n. 1 si chiarisce che l'obiettivo era quello di promuovere «il rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale, affinché i rating utilizzati nella Comunità emessi da tali agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata» ¹¹⁸.

Infatti, l'impianto normativo, così come strutturato nel 2009, «stabilisce le condizioni per l'emissione dei rating e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e allo svolgimento delle attività delle agenzie di rating del credito per promuoverne l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse» ¹¹⁹.

¹¹⁶ Cfr. all. I, sez. A, pt. 7, reg. (CE) n. 1060/2009.

¹¹⁷ «È opinione generale che le agenzie di rating del credito non siano state capaci, in primo luogo, di adeguare tempestivamente i loro rating al peggioramento delle condizioni del mercato e, in secondo luogo, di adattare per tempo i loro rating del credito in seguito all'aggravarsi della crisi del mercato. Il modo migliore per porre rimedio a queste incapacità è adottare misure in materia di conflitti di interesse, qualità dei rating, trasparenza e governance interna delle agenzie di rating del credito (...), (considerando n. 10, reg. CE n. 1060/2009). Sul punto, si vd. per tutti PARMEGGIANI F., *op. cit.*, pp. 127 ss.

¹¹⁸ Considerando n. 1, reg. (CE) n. 1060/2009.

¹¹⁹ Art. 1, reg. (CE) n. 1060/2009.

Oltre alle misure relative alla *governance* di cui si è detto, il regolamento introduceva diversi obblighi di *disclosure* relativi, soprattutto, alle metodologie utilizzate dalle agenzie ¹²⁰, in linea con le linee guida fornite dal Codice IOSCO.

Così come per la regolamentazione statunitense, anche in sede europea presupposto logico (prima ancora che giuridico) per il rispetto delle misure varate era la costituzione di un sistema di registrazione delle agenzie ¹²¹, la cui domanda doveva essere presentata al *Committee of European Securities Regulators* (o CESR) ¹²².

La procedura ricalca perfettamente quella avanzata dinnanzi alla SEC, con la differenza che il riconoscimento della qualifica di *External Credit Assessment Institution* (d'ora in poi ECAI) era sottoposto ad un doppio passaggio di valutazione. Il CESR, infatti, doveva coordinarsi con le autorità nazionali competenti, alle quali veniva presentata la domanda nel primo step procedurale. Entro venti giorni dalla ricezione del progetto motivato di concessione/rifiuto espresso dalla singola autorità nazionale, il CESR poteva decidere se avallare o meno la decisione. La domanda, poi, veniva nuovamente trasmessa all'autorità dello Stato membro di origine, al quale – previa consultazione con le altre autorità riunite in collegio – sarebbe spettata l'ultima parola sulla registrazione ¹²³.

Tale procedura sembrava essere pensata per intercettare i pericoli di un'attività di stampo transnazionale, in modo da scongiurare la possibile sovrapposizione dei pareri di più autorità statali e, in ultima analisi, il moltiplicarsi di eventuali ostacoli all'effettivo controllo sui requisiti e sull'idoneità delle agenzie allo svolgimento dell'attività.

In sostanza, tutte le misure intraprese col regolamento del 2009 sembrano finalizzate ad infondere *fiducia*: nel disciplinare (per la prima volta e dettagliatamente) l'attività delle agenzie, infatti, l'UE avrebbe spinto queste ultime a garantire la qualità del prodotto-*rating*, su cui il mercato avrebbe potuto fare affidamento. Seguendo fedelmente le orme del regolatore d'oltreoceano, la fiducia nel *rating* diventa il cuore di tale stagione normativa.

Il legislatore comunitario, infatti, concentra di tutti gli sforzi nell'incentivare la produzione di *rating* aventi un elevato livello di qualità, in modo da poter essere utilizzato

¹²⁰ Art. 8, par. 3, reg. (CE) n. 1060/2009.

¹²¹ «Per garantire un livello elevato di fiducia degli investitori e dei consumatori nel mercato interno, le agenzie (...) dovrebbero essere soggette ad obbligo di registrazione. La registrazione è il principale requisito affinché le agenzie di rating del credito emettano rating da utilizzare a fini regolamentari nella Comunità» (considerando n. 43, reg. CE n. 1060/2009).

¹²² Poi sostituito, come si dirà più avanti, dall'ESMA.

¹²³ Titolo III, Capo I, artt. 14 ss. reg. (CE) n. 1060/2009.

quale parametro normativo: si consolida così, anche in Europa, quella che è stata definita per primo da Frank Partnoy come la *rating-based regulation* ¹²⁴.

Ed è proprio nell'essenza di tale regolamentazione che residuano diverse zone d'ombra.

Per quanto attiene al sistema di registrazione e riconoscimento, con il recepimento dell'accordo di Basilea II (relativo ai requisiti minimi di capitale richiesti alle banche) la normativa accorda la possibilità di scegliere se affidare la valutazione del merito creditizio ¹²⁵ ad organismi interni agli stessi istituti di credito ¹²⁶ oppure se servirsi di agenzie di *rating* esterne, ossia le ECAI.

Il processo di riconoscimento come ECAI, come accennato, prescrive la conformità ai classici criteri di trasparenza, adeguatezza organizzativa e indipendenza ma, ancora una volta, una particolare rilevanza sembra rivestire quello della *credibilità*.

Non essendo specificato dalla normativa in cosa si sostanzi concretamente tale requisito, questa potrebbe anche essere intesa come conformità dell'agenzia richiedente a tutti i canoni elencati e, dunque, come idoneità *ex ante* alla prestazione di servizi di *rating* “qualitativamente elevati”.

¹²⁴ Sull'automatico riferimento e relativo inglobamento del *rating* nella regolamentazione finanziaria (statunitense, prima ed europea, poi) si fonda la c.d. “*regulatory license*”, teorizzata da Partnoy, secondo cui «*ratings are valuable, not because they are accurate and credible, but because they are the key to reducing costs associated with regulation, which increased during the 1930s and from the mid-1970s through today. In theory, rating agencies have good reason to avoid conflicts of interest and to protect the accuracy of their ratings, because they need to preserve their reputations. However, once ratings of a small number of credit rating agencies are enshrined by regulators who incorporate credit rating into substantive regulation, the markets become less vigilant about the agencies' work*» (PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?...* op. cit., 1999, p. 683).

¹²⁵ L'accordo di Basilea II prevede in merito al primo («requisiti minimi di capitale») dei c.d. “tre pilastri” su cui si fonda che le banche debbano calcolare il proprio patrimonio di vigilanza ‘ponderando’ il valore dei propri *assets* in funzione del rischio ed essi connesso (al crescere del rischio legato ai singoli *asset*, deve aumentare l'entità del patrimonio). Si comprende, allora, come un improvviso *downgrade* – ossia la sopravvenienza di una maggiore rischiosità dell'attivo di bilancio – possa avere effetti irreversibili sulle sorti delle banche, costringendole a destinare una maggiore quota di risorse (aumento dei requisiti minimi di capitale) al patrimonio di vigilanza, ove ciò sia in concreto possibile. Può dirsi che in tale disciplina si registra il principale potere regolamentare delle agenzie di *rating*, esempio emblematico del fenomeno della c.d. *rating-based regulation*; sul punto cfr. URBANI F., *La dimensione sovranazionale del rating: regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Dir. del Comm. Internazionale*, 2015, 2, p. 584.

¹²⁶ Per cui si rinvia *infra* § 3.1, SEZ. II, CAP. II.

Tuttavia, il riferimento all'affidamento che i soggetti del mercato dovrebbero riporre nei *rating* dell'agenzia richiedente fa propendere per un'altra (più problematica) interpretazione, ossia la necessità di disporre già di un'affermata *reputazione* sul mercato del *rating* o, addirittura, di possedere già una quota significativa di tale mercato ¹²⁷.

In altri e più diretti termini: si ripercorre lo stesso meccanismo circolare adottato dalla disciplina americana per il riconoscimento delle NRSROs, riproponendo una barriera normativa all'accesso al mercato, così replicando l'“effetto comma 22” e riconfermando anche per le ECAI un altro mercato dominato dalle tre maggiori agenzie di *rating* ¹²⁸.

Dunque, a fronte delle disfunzioni evidenziate dalla crisi mondiale e dal relativo crollo della fiducia nei mercati finanziari, l'Europa schierava in campo misure perfettamente in linea con quelle d'oltreoceano, addirittura – secondo alcuni – anche per certi aspetti più lungimiranti ¹²⁹. Tuttavia, si trattava pur sempre di vincoli inerenti alle modalità di *organizzazione e gestione dell'attività*, la cui effettiva applicabilità involgeva necessariamente un coordinamento tra le relative autorità nazionali competenti.

¹²⁷ Tra gli altri, cfr. PARMEGGIANI F., *op. cit.*, p. 129 e PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, 1, p. 181 dove l'A. scrive come, con riferimento al recepimento dell'accordo di Basilea II da parte del legislatore comunitario, si preveda «l'utilizzo di valutazioni del merito di credito esterne nella determinazione delle ponderazioni di rischio (e dei requisiti patrimoniali) applicate alle esposizioni di banche e imprese di investimento, con un *ruolo privilegiato* per le valutazioni di *agenzie esterne di valutazione del merito del credito ECAI* riconosciute».

¹²⁸ Si è assistito, infatti, al riconoscimento pressoché automatico degli *incumbents*: negli Stati Uniti si è creata una concentrazione del mercato tale per cui su un totale di dieci agenzie riconosciute come NRSRO, tre (Moody's, S&P e Fitch) coprono circa il 99% delle quote di mercato del rating, sul punto vd. PIANESI L., *op. cit.*, nt. 21. In Italia, PARMEGGIANI F., *op. cit.*, nt. 40 osserva come «*le disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche predisposte da Banca d'Italia non sembrano operare alcuna correzione di tiro ma anzi rafforzare il requisito della credibilità*»: nel Titolo II, capitolo I, sezione VIII delle citate disposizioni, infatti, si specifica come la credibilità sia “*legata al livello di accettazione dei giudizi dell'agenzia a livello internazionale*” e che ai fini della conformità a tale requisito il *numero di banche* a favore delle quali (le agenzie richiedenti la qualifica di ECAI) *prestano i propri servizi* non debba essere *inferiore a cinque*, considerando inoltre che le suddette banche debbano avere sede in almeno tre regioni diverse e appartenere a gruppi bancari differenti.

¹²⁹ PARMEGGIANI F., *op. cit.*, p. 128.

Nel regolamento, infatti, si evince chiaramente che sono gli Stati membri a stabilire le norme relative alle sanzioni da applicare in caso di sua violazione e ad adottare tutte le misure necessarie ad assicurare la loro applicazione ¹³⁰.

In Italia, prima delle ultime modifiche introdotte dai regolamenti del 2011 e del 2013, l'autorità competente a vigilare sull'attività delle agenzie di *rating* era stata individuata nella Consob. Segnatamente, l'art. 4 *bis* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, d'ora in poi t.u.f.) ¹³¹ attribuiva alla Consob la funzione di attuare le prescrizioni contenute nel regolamento in ordine all'esercizio del potere sanzionatorio e delle misure di vigilanza ivi previste ¹³².

Dunque, per quanto la disciplina del 2009 avesse previsto una soluzione di raccordo normativo ¹³³, non può non osservarsi come l'attribuzione ad un'autorità statale di un potere sanzionatorio su un'entità a vocazione globale apparisse un po' come "un'arma spuntata".

In ogni caso, a fronte delle criticità sollevate da più parti in dottrina, deve sottolinearsi come il regolatore europeo (così come quello statunitense) sia rimasto fermo nel ritenere non percorribile la proposta, pur avanzata da autorevole dottrina ¹³⁴, di ridimensionare drasticamente il ruolo di tali soggetti (fino a limitarne in modo più o meno diretto l'attività); ciò non solamente per averne il regolatore medesimo riconosciuto, comunque, l'utilità ¹³⁵, ma anche e soprattutto per un non trascurabile contrasto con la libertà d'iniziativa economica.

¹³⁰ L'art. 36, reg. (CE) n. 1060/2009 si limita a precisare che tali sanzioni avrebbero dovuto essere «*efficaci, proporzionate e dissuasive*».

¹³¹ Oggi rubricato «*Individuazione dell'autorità competente e delle autorità competenti settoriali ai fini del reg. (CE) n. 1060/2009, e successive modificazioni, relativo alle agenzie di rating del credito*», inserito dall'art. 1, co. 1, d.lg. 5 ottobre 2010, n. 176, e successivamente sostituito dall'art. 1, co. 2, d.lg. 7 maggio 2015, n. 66.

¹³² Artt. 22, 23, 24 e 25 reg. (CE) n. 1060/2009.

¹³³ Capo III, artt. 26 ss., reg. (CE) n. 1060/2009.

¹³⁴ Cfr., per tutti, PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?...* op. cit., 1999, pp. 619 ss. In Italia, tra gli altri, «aderisc[e] volentieri al partito che propone una completa abolizione delle agenzie di *rating* e dello stesso *rating*» DI CATALDO V., *Intervento*, in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, cit., p. 386, ritenendone tuttavia difficilmente praticabile la realizzazione nel breve periodo, l'A. propone di intervenire, oltre che sulla riduzione dell'*over-reliance* e sugli assetti proprietari delle agenzie, sulla possibile contaminazione con il regime di responsabilità degli amministratori, onde ricavarne i corretti criteri di individuazione del grado di diligenza esigibile.

¹³⁵ *Contra*, *Ibi*, p. 713, dove l'A. sostiene: «*[c]redit rating agencies have not survived for six decades because they produce credible and accurate information. They have not maintained good reputations based on the informational content of their credit*

SEZIONE III

LA REGOLAMENTAZIONE NELLA FASE DELLA SFIDUCIA

SOMMARIO: 1. Il *Dodd-Frank Act* del 2010 e l'istituzione dell'organo di vigilanza del *rating* – 2. L'accentramento del sistema di vigilanza europeo (regolamento n. 513/2011) – 3. Il regolamento (UE) n. 462/2013 come intervento *indiretto* sugli effetti: l'inversione di rotta per la riduzione dell'affidamento al *rating* – 4. *Segue*. La previsione di una responsabilità per “danno da *rating*” – 5. L'attuale esigenza di (ri)definizione del *rating* (quale punto di partenza della presente indagine)

1. Il *Dodd-Frank Act* del 2010 e l'istituzione dell'organo di vigilanza del *rating*

All'indomani del collasso del mercato finanziario globale e a dispetto dei buoni propositi del regolatore, la fiducia nei mercati e, in particolare, nelle agenzie di *rating* ne era uscita distrutta.

Proprio quelle “iniezioni di fiducia” nelle valutazioni delle agenzie e il relativo meccanico affidamento da parte della legislazione finanziaria – specie in un settore già altamente instabile e complesso come quello della finanza strutturata – avevano portato ad un'*escalation* dei fattori scatenanti la crisi ¹³⁶, divenendo le agenzie stesse parte del problema, anziché della soluzione.

D'altronde, si sa che la strada per l'inferno è lastricata di buone intenzioni.

ratings. Instead, the credit rating agencies have thrived, profited, and become exceedingly powerful because they have begun selling regulatory licenses, i.e., the right to be in compliance with regulation».

¹³⁶ «The crisis occurred when it became apparent that major financial institutions had used complex and opaque transactions to take on substantial undisclosed exposure to subprime mortgage markets. The credit rating agencies facilitated these transactions by giving a range of risky financial instruments related to subprime mortgages very high credit ratings; when the subprime mortgage market collapsed, so did these transactions, and crisis ensued. Numerous scholars chronicled the revelation of bad news about the highly rated fixed income securities at the center of the financial crisis. After the bankruptcy declaration of Lehman Brothers on September 15, 2008, the previously mixed assessment of the role of credit rating agencies with respect to such securities became far more critical», così PARTNOY F., *What's (Still) Wrong with Credit Ratings?*, in *Washington Law Review*, 2017, vol. 92, Research Paper No. 17-285, p. 1412. Più tardi, le indagini governative sarebbero giunte alla conclusione che «the credit rating agencies, particularly Moody's and S&P, were central villains in the crisis and that the crisis could not have happened without their misconduct». La *Financial Crisis Inquiry Commission* avrebbe, poi, definito le agenzie di *rating* “i principali artefici del tracollo finanziario”. Infine, la *U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations* avrebbe concluso che: «[i]naccurate AAA credit ratings introduced risk into the U.S. financial system and constituted a key cause of the financial crisis», (*Ibi*, p. 1413). Tanto la SEC, quanto il Gruppo di lavoro, istituito dal Presidente sui mercati finanziari hanno poi raggiunto conclusioni simili.

In linea generale, il progressivo ampliarsi dello spettro di attività svolte dalle agenzie di *rating* aveva prodotto il moltiplicarsi dei rischi di conflitti d'interessi e, conseguentemente, la richiesta di misure volte a disincentivarli.

Invero, già nel *report* annuale del luglio 2008, la SEC aveva manifestato le sue preoccupazioni sulla bontà dei giudizi espressi dalle agenzie in riferimento al comparto dei derivati, in particolare soffermando l'analisi sugli specifici (definiti testualmente "unici") conflitti d'interesse ivi insiti ¹³⁷.

Come osservato anche dalla dottrina nostrana, «le attività della finanza strutturata sono *ratings-driven* (...) il *rating* in linea di principio non influenza l'operazione in sé ma il suo costo, qui la massimizzazione del *rating* è l'obiettivo dell'operazione» ¹³⁸. Trattandosi di strumenti finanziari costruiti unendo insieme un *pool* di ipoteche su immobili con altri titoli di debito, poi cartolarizzati, la struttura e il relativo valore sottostante si rivela estremamente difficile da valutare; motivo per cui, da parte degli emittenti coinvolti in tali operazioni di cartolarizzazione, il bisogno di *rating* emessi da agenzie riconosciute era quantomai elevato.

«Inoltre, agli strumenti di questo tipo, una volta classificati in base al *rating* loro assegnato, divisi in *tranches* in base al diverso livello di rischio e quindi collocati presso vari tipi di investitori istituzionali o presso il pubblico, poteva essere assegnato un *rating* addirittura ingannevole, dal momento che queste stesse operazioni di finanza strutturata potevano essere usate al fine di procurare un *rating* più elevato a strumenti finanziari altamente speculativi,

¹³⁷ SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, su <http://www.sec.gov>, dove nella relativa Sezione V si analizzavano «*conflicts of interest that are unique to these products and provides a factual summary of the models and methodologies used by the rating agencies*» (p. 2), muovendo dalla constatazione, per cui «*[b]eginning in 2007, delinquency and foreclosure rates for subprime mortgage loans in the United States dramatically increased, creating turmoil in the markets for residential mortgage-backed securities backed by such loans and collateralized debt obligations linked to such securities. As the performance of these securities continued to deteriorate, the three rating agencies most active in rating these instruments downgraded a significant number of their ratings. The rating agencies performance in rating these structured finance products raised questions about the accuracy of their credit ratings generally as well as the integrity of the ratings process as a whole*». Nello stesso *report*, poi, la Commissione chiariva il funzionamento del meccanismo sotteso a tale tipologia di titoli, per cui «*[t]he trust typically issues different classes of RMBS (known as "tranches"), which offer a sliding scale of coupon rates based on the level of credit protection afforded to the security. Credit protection is designed to shield the tranche securities from the loss of interest and principal due to defaults of the loans in the pool*» (p. 6).

¹³⁸ PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, p. 75.

riunendoli in un *pool* con altri apparentemente più sicuri, così da dissimulare il loro naturale profilo di rischio»¹³⁹.

In breve, si era constatato come la finanza strutturata fosse l'area d'affari a sviluppo più prorompente, dove i conflitti d'interessi erano più intensi¹⁴⁰, dal momento che le agenzie vi svolgevano, di regola, un ruolo attivo.

Infatti, le stesse si trovavano contestualmente ad assegnare dei *rating* a quegli stessi strumenti risultanti da operazioni di cartolarizzazione, per la cui strutturazione avevano precedentemente prestato attività di consulenza.

Così, tra il 2008 e il 2009, la SEC – nel tentativo di “raccolgere i cocci” – emanava una serie di *rules* volte ad implementare la trasparenza nelle metodologie utilizzate dalle agenzie, nonché a rafforzare gli obblighi di *disclosure* sulle relative *performance* dei *rating* emessi, condannando più gravemente le pratiche sleali o abusive.

Tuttavia, la vera presa di coscienza sulla inidoneità del quadro normativo vigente si ebbe soltanto con l'emanazione il 21 luglio 2010 del *Dodd-Frank Wall Street Reform Consumer Protection Act* (o *Dodd-Frank Act*), con cui è stato modificato l'*Exchange Act* e si è introdotta una ancor più stringente disciplina, automaticamente efficace per tutte le NRSROs.

Infatti, alle agenzie è oggi espressamente vietato: *a*) emettere un *rating* su un soggetto a favore del quale aveva già prestato *consulenza* legale, finanziaria o organizzativa in materia di *asset* o sulla struttura di *governance*; *b*) in particolare, emettere un *rating* su emissioni c.d. *rating-driven*, in cui l'agenzia abbia partecipato attivamente all'ideazione del prodotto finanziario (molto spesso strutturato); *c*) emettere e approvare un *rating* da parte dello stesso soggetto dell'agenzia, che abbia partecipato alla negoziazione sulla remunerazione spettante all'agenzia medesima (sia ad opera di singoli soggetti, sia nel caso di esecuzione di un disegno interno globale).

¹³⁹ PARMEGGIANI F., *op. cit.*, nt. 23.

¹⁴⁰ «La grandissima rilevanza dell'attività di *rating* rivolta agli strumenti della finanza strutturata è rivelata dalle tendenze nella composizione dei ricavi di Moody's – una tendenza rappresentativa di quanto verificatosi anche presso le altre agenzie – che, vedono crescere sempre più la quota afferente a questo tipo di attività fino alla vigilia della crisi *sub-prime*. (...) [L']importanza dei ricavi derivanti dalle attività di finanza strutturata è cresciuta visibilmente passando, in percentuale dei ricavi totali, da valori inferiori al 20% nel 1997 a livelli prossimi al 45% nel 2006, con una forte crescita tra il 1997 e il 2002 e una successiva fase di stabilità sui livelli assai elevati già raggiunti» (FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, p. 108).

Dall'analisi della seconda stagione normativa statunitense si notano tre principali linee di intervento.

La prima, inquadrabile – prevedibilmente – negli incentivi alla trasparenza, muove dalla necessaria esigenza di maggior comprensibilità ed accessibilità del *rating*.

Segnatamente, preso atto dell'erronea percezione da parte dell'investitore medio del *rating* come unità di misura/giudizio statico, il legislatore americano rafforza gli obblighi di *disclosure* anche in relazione al dovere di registrazione di tutte le varie azioni concernenti i *rating*: dalla prima assegnazione, alle modificazioni (*downgrade* o *upgrade*), compresa la messa in osservazione, le agenzie sono tenute a classificarne ogni variazione, rendendola accessibile al pubblico tramite il proprio sito ufficiale ¹⁴¹. In tal modo, si voleva fornire agli eventuali fruitori degli strumenti per verificare, seppure sommariamente, l'affidabilità e le *performance* dei giudizi delle NRSROs. Alla stessa logica rispondono, *a fortiori*, le misure intraprese in relazione alle valutazioni sui prodotti di finanza strutturata, sulle quali le agenzie devono comunicare ogni particolarità o deviazione dai modelli *standard* e la relativa adozione di una simbologia *ad hoc*, in modo tale da segnalare immediatamente, anche (e soprattutto) agli investitori meno esperti, il carattere strutturato del titolo valutato.

La seconda, come sopra descritto, afferisce inevitabilmente alla gestione e riduzione del conflitto d'interessi, specificandone ulteriormente le condotte potenzialmente integranti, specie per quanto concerne la remunerazione delle CRAs ¹⁴².

L'ultima linea di intervento è quella più impattante perché rappresenta una sostanziale inversione di rotta nella *ratio* della regolamentazione del *rating*.

Per la prima volta, infatti, il regolatore riconosce il potere fino a quel momento concesso alle agenzie di *rating* dallo stesso ordinamento, indirettamente confermando la teoria

¹⁴¹ Cfr. *Section 15E(q) – Section 15E(s)* del *Securities Exchange Act*, come modificate dalla *Section 932(a)(8)* del *Dodd-Frank Act*.

¹⁴² Cfr. *Section 15E(h)* del *Securities Exchange Act*, come modificata dalla *Section 932(a)(4)* del *Dodd-Frank Act*. Sul punto, a fronte del divieto per l'analista di partecipare all'attività di negoziazione per il compenso dell'agenzia, rimane scettico PARMEGGIANI F., *op. cit.*, il quale ritiene che, seppure coerente, tale divieto possa essere facilmente «aggirato dall'azione coordinata tra i due soggetti interni addetti l'uno al *rating* e l'altro alla quantificazione del compenso, beneficiando entrambi della crescita del volume di affari dell'agenzia. Si renderebbe così necessaria, come minimo, l'imposizione di specifiche barriere organizzative interne per contrastare un tale atteggiamento collusivo, nonché la previsione di severe sanzioni qualora queste pratiche siano poste in essere non solo su iniziativa di singoli insiders, ma in esecuzione di un disegno interno globale» (p. 125).

della *regulatory license* e le relative critiche mosse dalla dottrina sulla progressiva attribuzione al *rating* di una “forza normativa”.

Segnatamente, si mette in atto una massiccia operazione di “correzione legislativa”, espungendo (quantomeno in parte) dalla legislazione finanziaria americana i riferimenti al *rating* emesso dalle NRSROs come sistema di automatico affidamento ¹⁴³. A titolo esemplificativo, con la modifica delle *rules* attuative dell'*Investment Company Act* del 1940 si elimina l'automatismo dell'obbligatorietà del giudizio positivo da parte delle NRSROs per quegli strumenti finanziari, che possono essere tenuti in portafogli dai fondi monetari, o per gli strumenti strutturati o, ancora, per quelli usati come “collaterale” per operazioni su fondi nonché per i titoli di debito eccezionalmente venduti in via diretta dagli intermediari ai propri clienti ¹⁴⁴.

In altre parole, con il *Dodd-Frank Act* si inaugura quella che, in questa sede, è stata definita la regolamentazione nella fase della *sfiducia*.

Ed è in questo solco che nella normativa *de qua* si elimina l'esenzione – originariamente prevista dalla *Rule 436(g)(1)* ¹⁴⁵ – per le agenzie di *rating* dalla responsabilità per danni agli investitori in caso di diffusione di informazioni false nel documento d'offerta, prevista dalla *Section 11* del *Securities Act* del 1933.

In particolare, la *Rule* (ora abrogata dal *Dodd-Frank Act*) prevedeva che il *rating* assegnato dalle NRSROs alle obbligazioni (anche convertibili), agli altri titoli di debito e alle azioni privilegiate non fosse da considerarsi parte integrante del documento d'offerta, relativo agli strumenti finanziari in questione; di talché, non potendo le agenzie essere qualificate come «esperti» ai sensi della disciplina sulle offerte al pubblico di strumenti finanziari, l'ipotesi di responsabilità di cui alla *Section 11* non era a queste applicabile. Quest'ultima disposizione, originariamente prevista per le società di revisione contabile ¹⁴⁶, sancisce che gli «esperti» che

¹⁴³ Cfr. *Section 939A* del *Dodd-Frank Act*.

¹⁴⁴ Cfr. SEC, *Final rule*, 17, CFR §§ 270 e 274, *Removal of Certain References to Credit Ratings and Amendment to the Issuer Diversification Requirement in the Money Market Fund Rule*, su <https://www.sec.gov/rules/final/2015/ic-31828.pdf>.

¹⁴⁵ *Rule 436(g)(1)*, 17, CFR § 230.436(g)(1): «*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 Acts*».

¹⁴⁶ Per cui si rinvia *infra* SEZ. I, CAP. II.

acconsentano all'inclusione di una propria opinione all'interno del documento d'offerta possano rispondere per ogni affermazione non corretta effettuata in tale sede.

L'estensione di tale regime di responsabilità professionale anche alle agenzie di *rating* avrebbe comportato un'inversione dell'onere della prova a favore dell'investitore, dovendo le prime provare la propria buona fede nell'aver ritenuto che il *rating* incluso nei documenti d'offerta fosse accurato ¹⁴⁷.

Tuttavia, la portata innovativa dell'abrogazione in esame è stata, di fatto, fortemente ridimensionata. Le principali agenzie di *rating*, infatti, non hanno più acconsentito all'inclusione del proprio giudizio nei «*registration statements*» degli strumenti emessi nelle operazioni di cartolarizzazione, tanto da costringere la SEC a sospendere l'applicazione della relativa disciplina, nella parte in cui prevedeva l'obbligatorietà dell'inclusione del *rating* di una NRSRO per l'emissione di *asset-backed securities* ¹⁴⁸, onde evitare il tracollo del mercato degli ABS.

La contro-tendenza di sfiducia si osserva, infine, anche nell'istituzione – in seno alla SEC – di un ulteriore organo di vigilanza, l'*Office of Credit Rating* (d'ora in avanti, OCR), cui è appositamente demandato il compito di sorvegliare l'operato delle agenzie registrate e il rispetto della regolamentazione.

In particolare, l'OCR ha il compito di assistere la SEC nei suoi principali obiettivi, vale a dire proteggere gli investitori, promuovere la formazione del capitale e il buon

¹⁴⁷ COFFEE JR., *Rating Reform. The Good, The Bad and The Ugly*, cit., p. 44. Cfr. *Section 11 del Securities Act del 1933*: «*in case any part of the registration statement, 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*».

¹⁴⁸ Sul punto, cfr. PICARDI L., *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, in (a cura di) A. PRINCIPE, *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, cit., p. 194 («Più precisamente, la SEC ha dapprima emesso nel luglio 2010 una *no-action letter* con la quale sospendeva l'applicazione della suddetta disciplina per sei mesi, poi nel novembre 2010 ha esteso l'efficacia dell'esenzione a tempo indeterminato», nt. 8).

funzionamento dei mercati. Ai sensi della *Section 15E* dell'*Exchange Act* (così come modificata dal *Dodd-Frank Act*), l'organo in questione è tenuto a svolgere una verifica (almeno) annuale su ogni singola NRSRO, documentandone i principali rilievi, i riscontri forniti rispetto alle carenze normative contestatele nonché specificando se e in che misura essa abbia adeguatamente attuato le raccomandazioni dell'OCR.

Cionondimeno, salvo rari casi, i *summary reports* dell'OCR non stati oggetto di grande attenzione da parte della letteratura accademica e ciò per due ordini di ragioni: da una parte, contrariamente all'obiettivo di maggiore trasparenza proclamato dalla novella in oggetto, l'organo di vigilanza non pubblica il nominativo della NRSRO coinvolta in ogni trasgressione segnalata; dall'altra, tale organo sconta un grave limite di indipendenza, acutamente descritto come mancanza di "denti normativi" (*lack of regulatory teeth*)¹⁴⁹.

Invero, ogni violazione è descritta solo in termini generali, spesso criptici, che non permettono di identificare di quale agenzia di *rating* si tratti, con buona pace del meccanismo reputazionale¹⁵⁰. In più, seppure l'OCR pubblicasse i nomi delle singole agenzie, il suo impatto sarebbe comunque fortemente limitato dalla mancanza di poteri d'iniziativa: in

¹⁴⁹ PARTNOY F., *What's (Still) Wrong with Credit Ratings?*, cit. p. 1432.

¹⁵⁰ *Ibi*, p. 1429, si vd. a titolo esemplificativo i riscontri dell'OCR, in relazione ai quali l'A. riporta diversi casi di violazioni (anche gravi) ignote: «one "larger" NRSRO – presumably meaning Moody's, S&P, or Fitch – used inaccurate and incorrect ratings methodologies for both structured finance and residential mortgage-backed security (RMBS) transactions. The NRSRO did not accurately code terms, and did not detect this coding mistake as part of its surveillance; the transaction was downgraded after the mistake was discovered. The mistakes resulted in "several" erroneous ratings. The OCR found that senior personnel changed ratings committee determinations in contravention of the NRSRO's policies and procedures; as a result, this unnamed NRSRO misapplied its rating criteria. (...) Likewise, a different "larger" NRSRO assigned "several" ratings that differed from those generated by its own quantitative model without properly documenting the rationale for the adjustment. This NRSRO also failed to adhere to its internal policies and procedures with respect to the withdrawal of ratings. (...) The OCR found that two larger NRSROs and one smaller NRSRO failed to adhere to their own policies and procedures regarding review and revision of rating methodologies, criteria, and models, and correction of errors. Analysts at one "larger" NRSRO learned of errors in a "substantial" number of third-party models used to determine ratings but did not analyze the impact of these errors, as required; the OCR further found substantive statements in this NRSRO's internal rating records that directly contradicted its rating publications. Analysts at another "larger" NRSRO made inaccurate disclosures about its rating methodologies, and did not correct an error in calculations it used to determine certain ratings, or disclose the rating implications of this error. At two "larger" NRSROs, rating files contained inaccurate information or were missing required documents, including "the inputs to quantitative models used to determine the rating of structured finance securities." OCR found similar deficiencies with respect to conflicts of interest as well. OCR staff found evidence – including emails between sales employees, analytical managers, and senior management – indicating that a "larger" NRSRO had issued an unsolicited rating of an issuer in order to capture greater market share, in contravention of its own code of conduct».

quanto ufficio interno della SEC, infatti, non è legittimato ad intraprendere o attuare alcuna concreta azione di *enforcement* ¹⁵¹. Sebbene i funzionari della SEC (o i procuratori federali) ben possano agire sulla base delle risultanze dell'OCR anzidette, le azioni civili sono state finora poco frequenti e quelle penali inesistenti.

2. L'accentramento del sistema di vigilanza europeo (regolamento n. 513/2011)

Ancora una volta sulle orme del regolatore d'oltreoceano, anche in Europa, dopo la prima stagione normativa, si è avvertita l'esigenza di una più incisiva sorveglianza sull'attività delle agenzie di *rating*.

Il primo passo in tale direzione è stato compiuto con il regolamento (UE) n. 1095 del 24 novembre 2010, adottato dal Parlamento europeo e dal Consiglio, che ha istituito un'unica autorità di vigilanza sui mercati, l'*European Securities and Markets Authority* (d'ora in poi, ESMA), con l'obiettivo di tutelare l'interesse del pubblico alla stabilità e al buon funzionamento dei mercati. Invero, la spinta propulsiva non era data semplicemente dall'efficienza ma anche e soprattutto dalla volontà di superare le lacune del sistema di vigilanza finanziaria, che avevano contribuito a determinare la crisi finanziaria globale.

In particolare, già nel *considerando* n. 1 si dichiarava che «*i modelli di vigilanza nazionali non sono riusciti a stare al passo con la globalizzazione finanziaria e la realtà integrata e interconnessa dei mercati finanziari europei, nei quali numerosi istituti finanziari operano a livello transnazionale. La crisi ha evidenziato gravi lacune in materia di cooperazione, coordinamento, applicazione uniforme del diritto dell'Unione e fiducia tra le autorità nazionali di vigilanza*» ¹⁵².

In breve, la finalità perseguita dal legislatore europeo era (ed è tutt'ora) quella di costruire le fondamenta per una “cultura di vigilanza comune”, attraverso l'attribuzione all'ESMA di una funzione di coordinamento generale tra le autorità nazionali, specie nei casi di rischio sistemico che possa compromettere la stabilità del sistema finanziario dell'UE ¹⁵³.

¹⁵¹ *Ibi*, pp. 1432 ss.

¹⁵² *Considerando* n. 1, regolamento (UE) n. 1095/2010, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, relativo all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, in G.U. 15 dicembre 2010, n. L. 331/84.

¹⁵³ Sul punto, cfr. DI DONNA L., *op. cit.*, pp. 197 ss.

Nell'equazione, allora, non poteva non rientrare un maggiore controllo sulle agenzie di *rating* registrate ai sensi del reg. n. 1060/2009.

Il successivo regolamento (UE) n. 513/2011¹⁵⁴, introducendo una sola ma sostanziale modifica alla disciplina in materia, ha attribuito all'ESMA, in via diretta ed esclusiva, il potere di registrare e di sottoporre a vigilanza le agenzie di *rating* del credito.

Si compie in questo modo un notevole passo in avanti: superando il meccanismo di coordinamento tra le competenti autorità dei singoli Stati membri¹⁵⁵ e ripensando a livello europeo il sistema di vigilanza, si contribuisce a realizzare un'applicazione uniforme della disciplina comunitaria e ad erodere il rischio di fenomeni di *forum shopping*.

Segnatamente, l'impianto normativo del 2009 così modificato prevede la specifica competenza dell'ESMA nel presiedere la procedura di registrazione delle CRAs e nel decidere sull'eventuale revoca della qualifica di "ECAI", in caso di: *a)* rinuncia espressa da parte dall'agenzia alla registrazione o "tacita", qualora non abbia emesso alcun rating nei sei mesi precedenti; *b)* utilizzo di false dichiarazioni o mezzi irregolari per l'ottenimento della registrazione; *c)* mancanza di una o più condizioni richieste dalla procedura di registrazione¹⁵⁶. L'eventuale decisione adottata dall'ESMA ha efficacia immediata e determina l'impossibilità per l'agenzia, la cui qualifica sia stata revocata, di emettere *rating* su tutto il territorio dell'UE.

Nel vigilare sul rispetto della normativa, l'Autorità ha facoltà di richiedere informazioni¹⁵⁷, svolgere tutte le necessarie indagini¹⁵⁸ e ispezioni *in loco*, anche senza preavviso¹⁵⁹. Tra i poteri attribuiti all'ESMA rientrano anche quello di adottare misure di vigilanza nonché di irrogare sanzioni amministrative pecuniarie e "reiterate"¹⁶⁰.

Su questo fronte, la disciplina comunitaria rispetto a quella statunitense sembra essere più incisiva laddove, in conformità dell'art. 23-*sexies* sul rispetto delle garanzie dei diritti di

¹⁵⁴ Regolamento (UE) n. 513, del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2011, recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito, in G.U. 31 maggio 2011, n. L. 145/30.

¹⁵⁵ Per cui si rinvia *supra* § 4, SEZ. II, di questo CAP.

¹⁵⁶ Art. 20, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, reg. (UE) n. 513/2011.

¹⁵⁷ Art. 23-*ter*, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, reg. (UE) n. 513/2011.

¹⁵⁸ Art. 23-*quater*, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, reg. (UE) n. 513/2011.

¹⁵⁹ Art. 23-*quinquies*, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, reg. (UE) n. 513/2011.

¹⁶⁰ L'art. 36-*ter*, par. 2, del reg. cit. prevede: «*[I]a sanzione reiterata è imposta per ogni giorno di ritardo fino a che l'agenzia di rating del credito o la persona interessata non si conforma alla decisione di cui al paragrafo 1*».

difesa delle persone interessate, prevede che l'ESMA possa decidere se: *a)* revocare la registrazione; *b)* vietare temporaneamente l'emissione di *rating* all'agenzia fintanto che la stessa non cessi la violazione; *c)* sospendere l'uso a fini regolamentari dei *rating* emessi dall'agenzia finché la stessa non cessi la violazione; *d)* imporre all'agenzia di porre fine alla violazione; *e)* emanare comunicazioni *pubbliche* ¹⁶¹. Così, a differenza dell'anonimato cui è tenuto l'OCR americano, il regolamento europeo consente all'ESMA di procedere alla comunicazione pubblica della decisione su una determinata agenzia, con la precisazione che «quando rende pubblica una decisione conformemente al primo comma, il consiglio delle autorità dell'AESFEM rende altresì pubblico il diritto dell'agenzia di rating del credito interessata di impugnare la decisione» ¹⁶².

Attraverso una ricognizione del quadro regolamentare europeo, dunque, si osserva come – soprattutto alla luce delle più recenti modifiche – l'UE abbia enucleato un sistema volto alla garanzia di un elevato livello di correttezza professionale e indipendenza nella prestazione dei servizi di *rating*, fornendo una risposta normativa articolata e in linea con le più innovative proposte d'oltreoceano. Appare in questo senso più che ragionevole la costruzione di una capillare struttura di controllo, data la complessità dell'attività svolta dalle agenzie e l'ampiezza del numero dei portatori di interessi su cui il giudizio delle stesse può incidere.

3. Il regolamento (UE) n. 462/2013 come intervento *indiretto* sugli effetti: l'inversione di rotta per la riduzione dell'affidamento al *rating*

Come sopra evidenziato, in un primo momento, si sono privilegiati interventi di tipo “diretto” sulla *qualità* del *rating* attraverso l'adozione di misure quali il controllo pubblico sull'ingresso al mercato o le prescrizioni sull'indipendenza strutturale, sulla prevenzione dei conflitti d'interessi, sulla trasparenza dei dati e delle procedure impiegate per la valutazione nonché l'istituzione di un'unica autorità centralizzata.

La *ratio*, infatti, era quella di ricostruire quella fiducia che gli scandali finanziari del nuovo millennio avevano messo a dura prova.

¹⁶¹ Art. 24, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, reg. (UE) n. 513/2011. Inoltre, al par. 2 dello stesso art. si specifica che tale provvedimento deve essere sempre adottato in ossequio ai criteri ivi riportati, tenendo sempre conto della natura e della gravità della violazione.

¹⁶² Art. 24, par. 5, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, reg. (UE) n. 513/2011.

Al contrario, a partire dal 2011 in poi, a tali interventi sono seguite azioni di tipo *indiretto*, indirizzate non più allo svolgimento dell'attività di *rating* ma volte a “veicolare” in qualche misura gli effetti, aprendo la strada ad una diversa fase – definita, per l'appunto, “della sfiducia” – della regolamentazione in materia.

La prova tangibile di tale “inversione di marcia” del regolatore, preoccupato dell'eccessiva iniezione di fiducia o, più correttamente, dell'automatica incorporazione del *rating* delle agenzie nella normativa finanziaria, è data dalle più recenti modifiche introdotte dall'ultimo regolamento (UE) n. 462/2013¹⁶³ e dal pacchetto di misure attuative (c.d. “regolamento CRA 3” e “direttiva CRA”, che hanno modificato la disciplina previgente e sono stati recepiti in Italia con il d.lgs. 7 maggio 2015 n. 66¹⁶⁴).

Tali modifiche rispondono ad una logica di approccio definito “multistrato”¹⁶⁵ che, evidentemente, richiama la massiccia operazione di correzione legislativa statunitense, attuata con il *Dodd-Frank Act*.

Tra le varie misure¹⁶⁶, una menzione particolare meritano quelle che vietano ai gestori collettivi del risparmio di tenere conto *esclusivamente* o *meccanicamente* del *rating* dei prodotti nei quali investono.

¹⁶³ Regolamento (UE) n. 462, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito, in G.U. 31 maggio 2013, n. L. 146/1.

¹⁶⁴ Decreto legislativo 7 maggio 2015, n. 66, recante “*Norme per l'attuazione della direttiva 2013/14/UE, che modifica le direttive 2003/41/CE, 2009/65/CE e 2011/61/UE, e per l'adeguamento alle disposizioni del regolamento (UE) n. 462/2013, che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di rating del credito*”, in G.U. 21 maggio 2015, n. L. 116.

¹⁶⁵ Commissione europea, *Staff working paper: EU response to the Financial Stability Board (FSB)*, 16 maggio 2014, su https://ec.europa.eu/info/publications/response-financial-stability-board-request-action-plans-reduce-reliance-cra-ratings_en.

¹⁶⁶ Già nel *considerando* n. 5 del reg. (UE) n. 462/2013 emerge come tale tendenza sia maturata a livello internazionale, laddove si dichiara che «[s]econdo i principi dell'FSB, le banche centrali dovrebbero formulare le proprie valutazioni sul merito creditizio associato agli strumenti finanziari che accettano nelle operazioni di mercato, sia come garanzia, sia come acquisti definitivi. Le politiche delle banche centrali dovrebbero evitare approcci meccanici che potrebbero comportare modifiche inutilmente repentine ed estese all'idoneità degli strumenti finanziari e al livello degli scarti di garanzia che potrebbero aggravare l'“effetto precipizio”. Inoltre, la BCE, nel suo parere del 2 aprile 2012, si è dichiarata impegnata a sostenere l'obiettivo comune di ridimensionare l'affidamento eccessivo ai rating del credito. A tale riguardo, essa riferisce periodicamente in merito alle diverse misure adottate dall'Eurosistema al fine di ridurre l'affidamento ai rating del credito». Ancora, nel *considerando* successivo, si precisa che «[l']Unione sta rivedendo, in una prima fase, se i riferimenti ai rating del credito previsti nel diritto dell'Unione determinino o possano determinare un affidamento esclusivo o meccanico a tali rating del credito e, in una seconda fase,

In particolare, il c.d. “decreto 66” ha introdotto nel nostro ordinamento l’art. 35-*duodecies* t.u.f.¹⁶⁷ e il comma 5-*quinquies* all’art. 6 della disciplina sui fondi pensione¹⁶⁸ e ha imposto un obbligo di valutazione interna del merito di credito (*internal assessment*) in capo ai gestori, *sub specie* attraverso l’adozione di “sistemi e procedure” che non prevedano l’affidamento esclusivo o meccanico al *rating*.

In più, la nuova normativa attribuisce alle autorità di vigilanza competenti per settore lo specifico compito di valutare l’adeguatezza *in concreto* di tali sistemi e procedure e di “incoraggiare” la riduzione dei riferimenti contrattuali al *rating*.

Tralasciando la difficoltà applicativa dei nuovi interventi, anche circa l’esatta interpretazione dei termini quali “affidamento”¹⁶⁹ o “incoraggiamento”, senza dubbio il tentativo di trovare un compromesso tra autonomia nel giudizio dei gestori e protezione del mercato sconta un considerevole aumento dei costi del servizio di gestione (che necessariamente ricadranno sugli investitori) a fronte dei quali non si registra l’aumento dei benefici in termini di maggior tutela dei risparmiatori.

tutti i riferimenti ai rating del credito per scopi regolamentari, con l’obiettivo di eliminarli entro il 2020, a condizione che siano identificate e attuate alternative adeguate alla valutazione del rischio di credito».

¹⁶⁷ La norma, rubricata “*Valutazione del merito creditizio*” e così come modificata dal d.lgs. n. 66/2015, al primo comma dispone che «[i] gestori, per la valutazione del merito di credito dei beni in cui investono gli Oicr, adottano sistemi e procedure che non prevedono l’affidamento esclusivo o meccanico alle valutazioni emesse da agenzie di rating del credito». Il secondo comma, poi, si preoccupa di specificare che «(...) la Banca d’Italia e la Consob, nell’ambito delle rispettive competenze, verificano l’adeguatezza dei sistemi e delle procedure adottati dai gestori ai sensi del comma 1 e valutano che l’utilizzo, nell’ambito delle politiche di investimento degli Oicr, dei riferimenti ai rating (...), sia effettuato in modo da ridurre l’affidamento meccanico o esclusivo agli stessi».

¹⁶⁸ Più precisamente, la disposizione statuisce: «[i] fondi pensione adottano procedure e modalità organizzative adeguate per la valutazione del merito di credito delle entità o degli strumenti finanziari in cui investono, avendo cura di verificare che i criteri prescelti per detta valutazione, definiti nelle proprie politiche di investimento, non facciano esclusivo o meccanico affidamento ai rating del credito emessi da agenzie di rating del credito (...). Tenendo conto della natura, della portata e della complessità dell’attività dei fondi pensione, la COVIP verifica il rispetto di quanto sopra e valuta che l’utilizzo dei riferimenti ai rating del credito emessi da agenzie di rating del credito sia effettuato in modo da ridurre l’affidamento esclusivo e meccanico agli stessi» (art. 6, co. 5-*quinquies*, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, recante “*Disciplina delle forme pensionistiche complementari*”).

¹⁶⁹ Ancora prima della difficoltà nel discernere i vari gradi di intensità dell’affidamento (blando, eccessivo, meccanico ed esclusivo) emergono problemi di concreta individuazione del confine tra “considerazione” (lecita) e “affidamento” (illecito).

Infatti, secondo un'attenta dottrina ¹⁷⁰, tali misure di tutela non paiono realmente efficaci rispetto alla speciale natura dei problemi posti da un affidamento esclusivo o meccanico al *rating*.

L'imposizione di un'indipendenza del giudizio, ad esempio, a poco varrebbe in relazione alle problematiche determinate dall'affidamento – più che delle procedure o dei sistemi – dei gestori in prima persona, con riguardo quindi all'atteggiamento psicologico di questi ultimi e ai meccanismi di interferenza nelle decisioni (logiche euristiche e *bias* cognitivi) ¹⁷¹; meccanismi, questi ultimi, che valgono tanto per gli investitori qualificati, quanto – *a fortiori* – per quelli non professionali.

Manca, peraltro, qualsiasi riferimento da parte del legislatore ad una valida alternativa al *rating*: posto il divieto in capo al gestore di fare *esclusivo* riferimento al *rating*, non è chiaro quale dovrebbe essere la condotta idonea, nel caso concreto in cui il giudizio delle agenzie sia l'unica fonte attendibile di informazione per valutare il merito creditizio di un determinato strumento finanziario; in tal caso (anche a fronte di un vantaggioso investimento per i risparmiatori), in assenza di altri riferimenti, al gestore sarebbe proibito un simile investimento, in tal modo ponendo un evidente limite non giustificato all'attività imprenditoriale.

Da ultimo, si pongono dubbi non trascurabili sull'esatto confine tra la responsabilità delle agenzie di *rating* e quella dei gestori collettivi del risparmio nel caso di mancato/inferiore rendimento o di generale esito infausto dell'investimento in strumenti finanziari valutati con *rating* positivi.

Si impone, allora, a questo punto un'analisi della seconda e ulteriore prova tangibile del cambio di rotta, contenuto nell'ultimo regolamento in materia di *rating*: la previsione di una specifica responsabilità delle agenzie.

¹⁷⁰ Cfr. VELLA F., GHETTI R., *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, cit. pp. 773 ss.

¹⁷¹ Sul punto, si vd. per tutti, AA. VV., *Oltre il soggetto razionale*, (a cura di) G. ROJAS ELGUETA, N. VARDI, Roma Tre-Press, 2014, *passim*; GRECO F., *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, cit., pp. 766 ss.

4. *Segue. La previsione di una responsabilità per “danno da rating”*

Dalla ricostruzione normativa finora condotta, si evince come il carattere *cross-border* dell'attività di *rating* abbia inevitabilmente portato il regolatore a contemplare diversi livelli di azione, prevedendo, di conseguenza, altrettanti punti di raccordo tra *enforcement* pubblico/privato e iniziative deontologiche.

Come detto, anche la stessa scelta del regolamento come strumento “ideale” per una disciplina organica europea nonché l'istituzione di un'unica autorità di vigilanza all'interno dell'Unione testimoniano – molto più che negli Stati Uniti – l'avvertita esigenza di un'armonizzazione nell'universo del *rating*.

Eppure, nel riconoscere la meritevolezza di tutela degli interessi di quanti (tra emittenti e investitori) possano essere danneggiati dalla condotta illecita delle agenzie, il reg. (UE) n. 462/2013 compie una scelta di campo molto specifica, con l'introduzione dell'art. 35-*bis*, rubricato “Responsabilità civile”¹⁷².

Prima di passare all'analisi dell'inedita tecnica legislativa, adottata nel dettare il particolare regime di responsabilità di tali società specializzate, è necessario chiarire un passaggio.

Sebbene già nella prima disciplina organica si ammettesse molto chiaramente che «*i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori*»¹⁷³, è solo nel 2013 che si prende atto della concreta esigenza di tutela degli interessi dei potenziali “fruttori” (professionali e non) del *rating*¹⁷⁴, definitivamente superando

¹⁷² Con la denominazione “civile” presente in rubrica, si pensa che il legislatore europeo si sia voluto semplicemente limitare alla distinzione di campo, rispetto alla materia amministrativa e penale, senza perciò prendere posizione rispetto alla discussa questione sulla natura contrattuale o extra-contrattuale della responsabilità delle CRAs per danno da *rating* (specie nei confronti degli investitori), per cui si rinvia *infra* alle SEZ. I e II, CAP. III. Peraltro, l'ultimo par. del cit. art. 35-*bis*, precludendo ad un potenziale “doppio binario”, precisa che «*il diritto al risarcimento stabilito dal presente articolo non impedisce all'AESFEM di esercitare pienamente i propri poteri ex articolo 36 bis*».

¹⁷³ Considerando n. 1, reg. (CE) n. 1060/2009.

¹⁷⁴ Sul punto, si riporta la chiarissima formulazione del *considerando* n. 32, reg. (UE) n. 462/2013: «*[L]e agenzie di rating del credito hanno una grande responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti nel garantire il rispetto del regolamento (CE) n. 1060/2009, affinché i rating del credito emessi siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata. Tuttavia, gli investitori e gli emittenti non sempre si trovano in una posizione che consente loro di far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito nei propri confronti. Può risultare particolarmente difficile accertare la responsabilità civile di un'agenzia di rating*

quelle posizioni più risalenti e conservatrici, che vedevano il giudizio prognostico delle CRAs come una mera opinione, per la cui libera espressione le stesse non potevano essere chiamate a rispondere.

In altre parole, si ammette la risarcibilità per danno da *rating*, nel caso in cui questo risulti “errato” (*rectius*, invalido) ¹⁷⁵ per violazione della regolamentazione, da parte dell’agenzia emittente.

Tuttavia, nel riconoscere la dignità degli interessi di emittenti e investitori, la normativa non arriva a snaturare del tutto il prodotto dell’attività valutativa delle CRAs, trasformandolo in una vera e propria raccomandazione di investimento. Al contrario, già nel 2009 e *a fortiori* con la novella del 2013 – improntata, come detto, all’obiettivo di una generale riduzione dell’affidamento – si è sempre ribadito come il *rating* non potesse essere equiparato ad una raccomandazione o, più in generale, ad un’attività di consulenza o guida agli investimenti, come quella svolta dagli intermediari finanziari ¹⁷⁶.

del credito in mancanza di un rapporto contrattuale tra un’agenzia di rating del credito e, ad esempio, un investitore ovvero tra la stessa e un emittente nei cui confronti sia stato emesso un rating del credito senza che questi l’abbia richiesto. Gli emittenti possono incontrare difficoltà nel far valere la responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nei loro confronti persino quando abbiano un rapporto contrattuale con l’agenzia interessata: ad esempio, il declassamento di un rating deciso sulla scorta di una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 commessa intenzionalmente o per colpa grave può incidere negativamente sulla reputazione e sui costi di finanziamento di un emittente, che ne subisce pertanto un danno anche se non coperto da responsabilità contrattuale. È pertanto importante prevedere un adeguato diritto al risarcimento del danno per gli investitori che si sono ragionevolmente affidati a un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché per gli emittenti che subiscono danni per via di un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009. È opportuno che gli investitori e gli emittenti possano far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito per danni causati da una violazione di tale regolamento che abbia influito sul risultato del rating. Mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un’agenzia di rating del credito possono scegliere di intentare un’azione nei confronti di tale agenzia di rating del credito per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, indipendentemente dall’esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti».

¹⁷⁵ Sull’a-tecnicità del concetto di *rating* “errato” o “sbagliato”, si rinvia alla SEZ. II, CAP. II.

¹⁷⁶ «Ai fini del paragrafo 1, lettera a), non sono considerati rating del credito: a) le raccomandazioni ai sensi dell’articolo 1, punto 3, della direttiva 2003/125/CE della Commissione; b) la ricerca in materia di investimenti ai sensi dell’articolo 24, paragrafo 1, della direttiva 2006/73/CE della Commissione e altre forme di raccomandazioni generali, quali «acquistare», «vendere» o «mantenere», in relazione a operazioni su strumenti finanziari o a obbligazioni finanziarie; c) o pareri in merito al valore di un’obbligazione finanziaria o di uno strumento finanziario», art. 3, par. 2, reg. (CE) n. 1060/2009. Per un raffronto con il regime di responsabilità previsto per gli analisti finanziari, si rinvia *infra* SEZ. I, CAP. II.

Cionondimeno, riconosciuta la pervasività degli effetti prodotti da *rating* imprecisi, inesatti, non tempestivi ovvero emessi sulla base di informazioni errate, il reg. n. 462/2013 fornisce un rimedio *ad hoc*, che garantisca «un diritto di ricorso agli investitori»¹⁷⁷ e non solo.

Così, l'art. 35-*bis* prevede che «se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul rating del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione», distinguendo un regime parzialmente diverso a seconda che tale responsabilità sia fatta valere dall'investitore o dall'emittente.

Nel primo caso, la stessa norma dispone che l'investitore «può chiedere il risarcimento dei danni (...) qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5-bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating (...) per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito».

Il riferimento all'art. 5-*bis* testimonia, ancora una volta, come la condanna dell'eccessivo affidamento ai rating sia il *leitmotiv* della più recente legislazione in materia, tanto da escludere la risarcibilità del danno subito dall'investitore che, affidandovisi ciecamente (*rectius* in modo meccanico o automatico), non abbia usato la «dovuta diligenza». Invero, sebbene con il termine “investitore” possa richiamarsi un'ampia platea di soggetti con grado di professionalità assai diverso¹⁷⁸, in via generale può dirsi che un investitore *diligente*, per valutare l'opportunità e la praticabilità di un investimento, dovrebbe considerare, oltre alla qualità del credito, anche altri fattori: la costituzione del proprio portafoglio, la strategia dei propri investimenti, l'orizzonte temporale, la propria tolleranza per il rischio nonché confrontare il valore relativo dei titoli che abbia acquistato con quello dei titoli cui abbia rinunciato, scegliendo i primi¹⁷⁹.

Vale a dire, calandosi nell'ordinamento nazionale, che lo scostamento da tale modello di condotta diligente ben potrebbe integrare gli estremi di un concorso di colpa del danneggiato nella produzione del danno *ex art. 1227 c.c.*¹⁸⁰ e ciò – stando alla lettera dell'art.

¹⁷⁷ Considerando n. 49, reg. (UE) n. 462/2013.

¹⁷⁸ Su cui si vd. *infra* § 1, Sez. II, Cap. III.

¹⁷⁹ Cfr. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in *Le agenzie di rating Quaderni di Giur. Comm.*, cit., pp. 290 ss.

¹⁸⁰ La norma, infatti, dispone che «se il fatto colposo del creditore ha cagionato il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate. Il risarcimento non è dovuto per i danni

35-bis – a prescindere dal livello di cultura finanziaria, dunque, anche nel caso in cui si tratti di investitori *retail*¹⁸¹.

Nella seconda ipotesi, in cui a chiedere il risarcimento dei danni sia l'emittente, la norma richiede di provare che «*esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del rating (...) e che la violazione non è stata causata da informazione inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia (...), direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili*». Qui, addirittura a prescindere dall'esistenza o meno di un rapporto tra agenzia e società valutata, il legislatore contempla il temperamento e financo l'esclusione di addebiti a carico della prima, qualora la lamentata violazione impattante sul *rating* (e non, si badi bene, direttamente quest'ultimo *sic et simpliciter*) sia stata determinata da informazioni false o fuorvianti, ossia dalla “materia prima” di cui l'agenzia si serve per formulare il giudizio.

Come si dirà più avanti, infatti, nello svolgere la propria attività di valutazione, l'agenzia di *rating* – a differenza della società di revisione – non è affatto tenuta a verificare la veridicità dei dati e degli elementi forniti dalla società emittente.

Sia che si tratti di investitore, sia che si tratti di emittente (e, in quest'ultimo caso, sia con riguardo all'ipotesi di *rating* richiesti, sia nell'ipotesi di *rating* non richiesti) l'onere della prova grava sulla parte che agisce per il risarcimento.

Più precisamente, il par. 2 dell'art. in esame prescrive che «*[s]petta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia (...) ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso*».

che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza». Cfr., per tutti, CAREDDA V., *Concorso del fatto colposo del creditore*, Art. 1227, Commentario del Codice Civile, Milano, Giuffrè, 2015, *passim*.

¹⁸¹ Invero, la *ratio* dell'art. 35-bis, par. 1 coincide con quella dell'art. 1227 c.c., vale a dire evitare un abuso dello strumento risarcitorio (o, come meglio si dirà, nel principio di autoreponsabilità). In tal senso, il livello di cultura finanziaria rileverà in termini di «ragionevolezza» dell'affidamento riposto nel *rating*: nel caso dell'investitore professionale, infatti, lo *standard* di diligenza sarà quello previsto ai sensi dell'art. 5-bis del regolamento; viceversa, per l'investitore non professionale, l'affidamento sarà parametrato su un criterio di diligenza generale. Di questo avviso, PICCIAU C., *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Milano, Egea, 2018, pp. 266 ss. *Contra*, DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, cit., p. 291, in cui l'A. esclude che la responsabilità delle agenzie di *rating* possa essere temperata, sotto il profilo del *quantum* risarcitorio (né tantomeno esclusa) dal comportamento colposo, nel «caso dell'investitore *retail*, ossia del soggetto che è privo di qualsivoglia esperienza e competenza tecnica, per il quale il giudizio dell'agenzia rappresenta l'unico punto di riferimento nella valutazione della realizzabilità di una determinata operazione economica».

Appare subito evidente, allora, come il tema dell'onere probatorio sia cruciale.

Sull'eccessiva gravosità dello stesso (specie quando il danneggiato sia un investitore non professionale) si è pronunciata dottrina pressoché unanime ¹⁸².

Punto assai delicato se si considera che l'ambito disciplinare, appena descritto, disegna un regime "speciale" che abbraccia, in linea teorica, tanto lo schema di una responsabilità contrattuale, quanto quello di una responsabilità extra-contrattuale (o, come si vedrà più avanti, secondo alcuni "quasi-contrattuale").

Invero, la tecnica legislativa prescelta – definita da alcuni "inedita" ¹⁸³ e da altri "incompleta" ¹⁸⁴ – si mostra peculiare non solo per aver l'"indecisione" sul titolo di responsabilità ¹⁸⁵ ma anche e, soprattutto, per l'imponente carico posto sul giudice nazionale.

Lo stesso par. 2, infatti, opera un massiccio rinvio agli ordinamenti nazionali, stabilendo che è l'organo giurisdizionale competente ¹⁸⁶ a stabilire «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». Non solo, il par. 4 dell'art. 35-bis aggiunge, poi, che «[i] termini quali "danno", "intenzione", "colpa grave", "affidamento ragionevole", "dovuta attenzione", "incidenza", "ragionevolezza" e "proporzionalità", utilizzati nel presente articolo ma non definiti, sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato».

Da ciò si evince chiaramente che il tipo di problemi cui si è inteso dare risposta «non risiede nella qualificazione del titolo di responsabilità in base al quale le agenzie possono

¹⁸² Per la cui trattazione, si rinvia *infra* CAP. III.

¹⁸³ DE POLI M., *Rating e tutele*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. gen-mar, p. 138.

¹⁸⁴ MONTALENTI P., *Le agenzie di rating: appunti* in *Le agenzie di rating*, cit., p. 395, specie con riferimento all'ipotesi di responsabilità nei confronti dell'investitore, l'A. sottolinea come «la norma comunitaria non regola il problema del concorso [di responsabilità tra agenzia di rating e società emittente, che fornisca informazioni fuorvianti, anche solo a titolo di colpa]: non chiarisce se il concorso sia rilevante indipendentemente dalla gravità della colpa (cfr. art. 2055 c.c.), non introduce presunzioni, non regola la ripartizione dell'obbligo risarcitorio».

¹⁸⁵ Nodo che spetterà all'interprete sciogliere, a seconda della posizione del soggetto che agisce: per la responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dell'emittente, si rinvia *infra* SEZ. I, CAP. III, mentre per le diverse ipotesi avanzate di responsabilità nei confronti degli investitori, si vd. SEZ. II, CAP. III.

¹⁸⁶ «L'organo giurisdizionale competente in merito a un'azione di responsabilità civile intentata da un investitore o da un emittente è determinato in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato», ult. per. par. 4, art. 35-bis, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal reg. (UE) n. 462/2013, su cui si vd. *infra* SEZ. II, CAP. III.

essere chiamate a rispondere, ma è quello, ben più significativo, del *fondamento* della stessa responsabilità»¹⁸⁷.

Sul tale ultimo punto, tuttavia, non si registra affatto un'uniformità di vedute in dottrina.

Anzitutto, occorrerebbe chiarire cosa debba intendersi con «danno da *rating*».

A questo proposito, il regolamento si limita a dichiarare di voler tutelare la posizione di quanti abbiano confidato nella correttezza, affidabilità ed indipendenza dei giudizi espressi dalle agenzie e, di conseguenza, abbiano subito un danno dallo «“scostamento” della realtà dagli scenari ipotizzati dai *rating*»¹⁸⁸.

Semplificando, si dovrebbe sempre distinguere in base all'esistenza o meno di un rapporto (più o meno diretto) tra l'agenzia di *rating* e il soggetto che lamenta il pregiudizio. Nell'ipotesi in cui sia stato stipulato un apposito contratto, è fuori di dubbio che l'emittente che lamenti di aver subito un danno da *rating* “inesatto” potrà agire – seppure con una rilevante deroga sul piano probatorio – *ex art.* 1218 c.c., per la tutela del proprio interesse all'esatto adempimento della prestazione¹⁸⁹ (su cui si dirà *infra* nel CAP. III, SEZ. I).

In assenza di qualsivoglia accordo negoziale, l'emittente potrebbe comunque subire un pregiudizio nel caso in cui l'agenzia decidesse di pubblicare sul suo conto un *rating* non richiesto (c.d. *unsolicited rating*), ad esempio, eccessivamente pessimistico¹⁹⁰, di modo che, oltre alla lesione della libertà contrattuale in senso negativo (dovuta al conseguente

¹⁸⁷ PICARDI L., *op. cit.*, p. 205 (cors. agg.).

¹⁸⁸ LUKACS F., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, in *Le agenzie di rating*, cit., p. 221.

¹⁸⁹ BETTI E., *Sui limiti giuridici alla responsabilità aquiliana*, in *Nuova riv. Dir. Comm., Dir. dell'Econ., Dir. Soc.*, 1951, IV, p. 146 («[q]uando la fattispecie dell'illecito consista nell'inadempimento di una preesistente obbligazione (artt. 1218, 1223), il criterio di correlatività è di agevole diagnosi. L'interesse protetto dal diritto, che vien leso con l'inadempimento, è l'interesse del creditore alla prestazione (artt. 1175; 1322 cpv.): solo in sostituzione del creditore (es: 1706, cpv.; 2900) possono dei terzi (art. 1372) far valere quell'interesse in confronto del debitore inadempiente. Solo in confronto di costui e nell'ambito del rapporto d'obbligazione, può il creditore deluso nella specifica aspettativa della prestazione, far valere il diritto di credito, per conseguire un compenso soddisfacente in luogo della prestazione mancata. Nessun altro, all'infuori del debitore, è tenuto a prestare al creditore la propria cooperazione per appagarne l'aspettativa, sia essa *diretta ad un contegno (diligenza)*, sia essa *diretta ad un risultato (opus, in largo senso)*» (cors. agg.).

¹⁹⁰ Sulle prospettive di tutela degli emittenti in caso di *rating* non richiesti, si vd. *infra* § 4, SEZ. I, CAP. II.

comportamento degli investitori dissuasivi), rilevarebbe anche una lesione della reputazione economica dell'emittente stesso ¹⁹¹.

Quando, invece, ad essere pregiudicate siano le ragioni dell'investitore, l'opinione prevalente è nel senso di ritenere – pur con le difficoltà di cui si darà conto – le CRAs responsabili per la lesione dell'*affidamento* in esse riposto.

Una parte della dottrina sostiene, in modo netto, che l'ingiustizia del danno arrecato agli investitori «è insita (...) nella lesione del diritto fondamentale all'*informazione corretta*, completa ed adeguata, riconosciuta dal legislatore comunitario, dal legislatore nazionale e finanche dalla Carta di Nizza dei diritti fondamentali dell'Unione europea, nonché del diritto all'integrità patrimoniale che può essere gravemente compromesso da investimenti condizionati dal giudizio delle agenzie» ¹⁹².

Il tema, antichissimo, dell'ingiustizia del danno esula lo scopo di queste pagine ¹⁹³. Tuttavia, ai fini che qui interessa, basti rilevare come il tema del corretto inquadramento dell'informazione *latu sensu* (sulla cui triplice categorizzazione si dirà *infra* SEZ. I. CAP. II) e quello dell'ingiustizia del danno sono fortemente interconnessi, di modo che la catalogazione della prima conduce al “cuore” del secondo.

In proposito, si è efficacemente rilevato come la «concezione tradizionale dell'ingiustizia del danno, già erosa da una serie di vicende giurisprudenziali e divenuta

¹⁹¹ Così, FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, fasc. 1, p. 179; ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Dir. inf. inform.*, 2005, fasc. 6, p. 947.

¹⁹² DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 416 (cors. agg.). Di questo avviso, tra gli altri, anche FACCI G., *op. cit.*, pp. 164 ss.; SCARONI C., *op. cit.*, pp. 764 ss.; SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività (reg. CE n. 1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, vol. 33, fasc. 2, pp. 310 ss.

¹⁹³ «Danno ingiusto: *non iure et contra ius D.9.2.5.1.1 (Ulpianus libro octavo decimo ad edictum)*. “Conviene poi che in questa sede intendiamo il termine ingiustizia non nel modo (in cui lo interpretiamo) nelle azioni per atti ingiusti, come una qualche offesa, ma come ciò che è stato fatto non in conformità al diritto, vale a dire contrariamente al diritto: è il caso in cui qualcuno abbia ucciso per colpa. (...) Pertanto, per ingiustizia noi qui intendiamo il danno colposamente arrecato anche da colui che non aveva intenzione di nuocere”» (MORGESE N., *Il diritto romano nel codice civile*, Dike ed., 2010, p. 181). Sia consentito rinviare, per tutti, a SACCO R., *L'ingiustizia del danno di cui all'art. 2043 c.c.*, in *Foro pad.*, 1960, I, pp. 1420 ss.; RODOTÀ S., *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967, pp. 74 ss.; CASTRONOVO F., *La nuova responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 6 ss.; FRANZONI M., *Stefano Rodotà e gli studi sulla responsabilità civile*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, fasc. 2, pp. 653 ss.

bersaglio ricorrente delle critiche dottrinali, trova forse proprio nel settore della responsabilità da informazioni inesatte il segnale più eloquente del suo superamento»¹⁹⁴.

Invero, autorevole dottrina aveva già da tempo messo in guardia sulle conseguenze della visione tradizionale dell'ingiustizia come lesione di un diritto soggettivo applicate al settore in esame: si oscillava, infatti, tra il riconoscere quello di qualsiasi terzo «all'esatta informazione»¹⁹⁵ e la creazione di c.d. "diritti-cornice", quali quello «all'integrità del patrimonio»¹⁹⁶ o «al determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio»¹⁹⁷.

Ecco perché, nell'esprimere quella capacità selettiva dell'ordinamento tra le situazioni giuridiche soggettive di terzi (attirando quelle ritenute meritevoli di tutela nell'orbita aquiliana), il canone dell'ingiustizia è stato oggetto di varie sperimentazioni.

In altri e più diretti termini, onde scongiurare, da una parte, «la "contrattualizzazione" delle responsabilità per tutti i danni (meramente) patrimoniali (...) [e, dall'altra,] un disordinato e incontenibile dilagare delle pretese risarcitorie»¹⁹⁸, si è ricorso al criterio dell'*affidamento incolpevole di un destinatario ragionevolmente prevedibile*.

Calate tali coordinate teoriche nella specifica materia del *rating*, si è ritenuto possibile – sotto il profilo della qualificazione del titolo – “modellare” la responsabilità delle CRAs nei confronti degli investitori sul canovaccio di quella per diffusione di informazioni “non corrette” al mercato.

¹⁹⁴ BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 343.

¹⁹⁵ In dottrina, da più parti si attribuisce la paternità a SEGNI M., *La «lettre de patronage» come garanzia patrimoniale impropria*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, p. 136 (*sub* nt. 13); tuttavia, BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 341 (*sub* nt. 63) precisa che lo stesso A. ne parlava in termini dubitativi, riportandone l'intero estratto: «[s]i parla, a questo proposito, di tutela dell'affidamento del soggetto che riceve la dichiarazione inesatta. Ma resta poi da dimostrare (e la cosa mi pare assai dubbia) che esista *un diritto a ricevere dichiarazioni esatte, e che la falsa informazione costituisca una violazione di tale diritto e quindi un illecito civile*» (cors. agg.).

¹⁹⁶ Cfr., per tutti, CURSI M.R., *Dall'actio de dolo al danno meramente patrimoniale*, in (a cura di) R. FIORI, *Modelli teorici e metodologici nella storia del diritto privato*, vol. 3, Jovene ed., 2008, pp. 77 ss.

¹⁹⁷ Cfr. LUMINOSO A., *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1984, I, pp. 189 ss.

¹⁹⁸ BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 354.

Cionondimeno, la più attenta dottrina manifesta seri dubbi sull'equiparabilità dei *rating* alle informazioni, ritenendo quindi opportuno ricercare i profili di un altro interesse, cui l'ordinamento accorda tutela risarcitoria: «ossia quello dei risparmiatori a beneficiare di un'attività prestata con la massima diligenza possibile»¹⁹⁹.

5. L'attuale esigenza di (ri)definizione del *rating* (quale punto di partenza della presente indagine)

A ben vedere, qualunque perplessità sulle scelte intraprese finora dal legislatore non può essere superata se non si guarda allo snodo fondamentale del problema, ossia quello della *natura* delle agenzie di *rating*, la cui collocazione a cavallo tra il privato e il pubblico si ripercuote in termini di ambiguità regolamentare e sostanziale irresponsabilità.

Nella normativa europea in materia di abusi di mercato, si sottolinea il ruolo di *intermediario dell'informazione* ricoperto dalle CRAs nella prestazione dei loro servizi ma, al contempo, si distinguono nettamente i *rating* dalle “raccomandazioni d'investimento” escludendoli dalla specifica disciplina cui sono sottoposte le seconde.

Le stesse agenzie di *rating* tengono particolarmente a difendere tale distinguo, sostenendo strenuamente come i *rating* siano “pareri” sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario in un dato momento storico, lasciando poi all'investitore il compito di valutare – tenendo conto anche di altri parametri – la decisione di investimento.

Come in precedenza esaminato, questa impostazione di pensiero affonda le sue radici nell'orientamento statunitense (un tempo prevalente, oggi minoritario) del *rating* come *opinione* – seppur tecnicamente qualificata – da inquadrarsi nella più generale libertà di espressione tutelata dal I emendamento della Costituzione; cosicché i tribunali americani consideravano i giudizi di *rating* suscettibili di fondare una responsabilità in capo alle agenzie solo in caso di mala fede²⁰⁰.

Sulla scorta di tale filone dottrinale, anche in Italia si era proposta la tesi secondo cui i giudizi delle agenzie di *rating* fossero opinioni giornalistiche, mere *ipotesi* sulla solidità finanziaria di un emittente.

¹⁹⁹ LUKACS F., *op. cit.*, p. 235. Dello stesso avviso, DE POLI M., *op. cit.*, pp. 127 ss.

²⁰⁰ Si vd. par. 5, SEZ. I, CAP. I.

Tuttavia, anche a voler ammettere la bontà di tale impostazione, l'analisi condotta mette in luce come la natura di “opinione giornalistica” del *rating* abbia subito un’irreversibile «mutazione genetica»: da parere espresso da un soggetto nell’ambito di un rapporto *privatistico* (con il soggetto richiedente-emittente nel caso di *solicited rating*) a “pseudo-certificazione”, attestante il possesso di determinate caratteristiche da parte del soggetto/prodotto finanziario sottoposto (obbligatoriamente) al giudizio delle CRAs per accedere a determinati mercati o a specifici benefici regolatori ²⁰¹.

In altre parole, una volta intervenuta la regolamentazione che “incorpora” i *rating* nelle sue determinazioni ²⁰², lo stesso *prodotto* offerto dalle agenzie muta: queste non vendono più solo informazioni ma anche (o, secondo alcuni, solo) *valueble property rights*, ossia diritti d’accesso ad alcune aree del mercato o sgravi su oneri regolamentari (c.d. *license value*).

A fronte di tale visione del *rating* come *regulatory license*, una parte della dottrina ha parlato di privatizzazione di funzioni pubbliche “in senso sostanziale”, pur constatando la difficoltà di inquadrare le agenzie di *rating* nei consueti schemi relativi al conferimento di funzioni pubbliche a privati ²⁰³.

²⁰¹ In questo senso, PIANESI parla di «*opinioni private geneticamente modificate*», laddove i pubblici poteri attribuiscono ai *rating* un ruolo che travalica quello della “mera espressione di un parere”, conferendo agli stessi una “valenza *latu sensu* certificativa”, in *op. cit.*, p. 185.

²⁰² Oltre alla già citata disciplina contenuta nell’accordo di Basilea II, non mancano riferimenti in questo senso anche nell’ordinamento italiano: l’art. 100 *bis* del t.u.f., al comma 4, prescrive che in caso di rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) la disposizione di cui al comma 2 dello stesso articolo (circolazione di prodotti finanziari, considerata offerta al pubblico in un’ottica di maggior tutela del risparmiatore) può non applicarsi qualora i suddetti titoli presentino un «classamento creditizio di qualità bancaria (*rating investment grade*) assegnato da almeno due agenzie di *rating* del credito, registrate ai sensi del regolamento (CE) n. 1060/2009 o i cui *rating* sono avallati da agenzie di *rating* registrate ai sensi del regolamento anzidetto [...]». Ipotesi analoga di incorporazione del *rating* nella regolazione è rappresentato dall’art. 2, comma 4, L. n. 130/1999 in materia di operazioni di cartolarizzazione, dove si prescrive che «nel caso i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l’operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi»; anche in tal caso la previsione è rivolta a soddisfare un “bisogno di protezione dell’investitore-risparmiatore”.

²⁰³ Tra le varie teorie esistenti, alcuni hanno sostenuto come la più attinente al fenomeno in esame fosse quella del *munus* pubblico di M. S. Giannini, secondo cui può aversi tale figura qualora vi siano «*soggetti privati, ai quali la norma attribuisce la cura di interessi, pubblici o altrui, che possono trovare – ma non necessariamente – corrispondenti in interessi affidati alla cura di uffici pubblici. Il privato imputa interamente a sé stesso le fattispecie degli atti, di pubbliche autorità,*

Tuttavia, sebbene il *rating* condivida con l'esercizio privato di funzioni pubbliche alcuni aspetti della sua natura, se ne discosta per altri altrettanto rilevanti: *in primis* non si tratta di attività *ab origine* pubblica che viene affidata a un soggetto privato, bensì di attività che nasce *intrinsecamente* e *spontaneamente* in un ambito privatistico; in secondo luogo, non pare nemmeno accostabile ad altri casi di conferimento a soggetti privati di funzioni certificative o di verifica, quali quelle delle società di revisione, posto che le agenzie di *rating* sono prive, tra l'altro, di poteri di accertamento, ispezione e controllo e, dunque, la loro attività non può dirsi *tout court* "strumentale a quella di un'autorità pubblica"; in terzo luogo, la stessa *rating-based regulation* comunitaria si preoccupa in diverse sedi di specificare come i giudizi delle agenzie *non* siano atti costitutivi di una "certezza pubblica" (dunque, negando che quanto rappresentato negli stessi possa essere considerato *certo*, fino a che non sia giudizialmente attestato il contrario).

Si tratta, in sintesi, di un'attività privata, del cui risultato però i pubblici poteri si sono giovati a fini regolatori.

Non può parlarsi, pertanto, di vera e propria "attrazione" del *rating* nella sfera pubblica, anche perché non risultano individuabili né la fonte di tale conferimento, né un preciso legame delle agenzie con la P.A.

Preso atto della complessità di classificazione attraverso le tradizionali categorie giuridiche, nel tentativo di fornire una prima ricostruzione di tale fenomeno ibrido, può sostenersi come: *i.* dal punto di vista soggettivo, le agenzie di *rating* possono essere definite come *public-private gatekeepers*, in forza di una legittimazione da parte del mercato prima (tramite il meccanismo reputazionale) e da parte della regolazione poi (*regulatory license view*); *ii.* dal punto di vista oggettivo, invece, la peculiarità dell'attività di *rating* si avverte tutta nel fatto che in essa il processo, cui solitamente si assiste nel conferimento di funzioni pubbliche ai privati, è *inverso* perché nel caso del *rating* viene attribuito rilievo pubblicistico a un'attività privata sul presupposto della sua "stretta connessione" con interessi pubblici.

Ogni tentativo di ricostruzione teorica del *rating* sconta l'incertezza sulla qualificazione giuridica e, di conseguenza, l'ambiguità e l'incertezza del regolatore.

amministrative o giudiziarie. Chi riceve l'imputazione di risultati non è l'astratta collettività, ma i singoli uffici statali ausiliari», in Diritto amministrativo I, cit. in PIANESI L., op. cit., nt. 75.

CAPITOLO II

IL *RATING* COME SERVIZIO: UNA PROPOSTA DI INQUADRAMENTO

0. Premesse

Alla luce delle considerazioni svolte nel capitolo precedente, l'indagine sul regime di responsabilità delle CRAs, chiamate a rispondere per inesattezza (*latu sensu*) dei propri giudizi, impone una necessaria ri-definizione dei soggetti, dell'attività e del prodotto-*rating*.

La presente proposta di inquadramento – lo si anticipa – del *rating* come servizio muove dalla confutazione dell'uguaglianza *rating*/informazione *tout court*, in modo da chiarire cosa debba effettivamente intendersi con «contenuto informativo» di questo e, di conseguenza, quando possa parlarsi di *rating* “errato” o “inesatto” (*rectius*, non valido).

Tale analisi sull'attività, a sua volta, dovrà essere preceduta da una necessaria premessa sui soggetti, inquadrandosi il fenomeno nel più ampio contesto della reciproca condivisione dei patrimoni informativi da parte dei diversi soggetti che operano nel mercato.

Per quanto qui di interesse, lo statuto delle agenzie di *rating* dovrà essere confrontato, a livello nazionale, con i regimi normativi previsti per altri operatori economici.

Invero, «[l]a rilevanza e l'affidabilità dell'informazione economica dipendono (...) dalla specificità del contenuto dell'informazione, ossia dall'apporto cognitivo che l'informazione è in grado di fornire all'investitore, nonché dal livello reputazionale di coloro che fanno circolare l'informazione, ossia delle società emittenti, delle società di revisione, degli intermediari e delle Autorità indipendenti»²⁰⁴.

In particolare, il raffronto sarà con i soggetti coinvolti nella stesura e diffusione del prospetto informativo, le società di revisione contabile, gli analisti finanziari e i giornalisti economici che, insieme alle CRAs, agiscono come protagonisti dei mercati finanziari e svolgono un ruolo altrettanto chiave nella diffusione delle informazioni economiche e del buon andamento dei mercati.

²⁰⁴ DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 267.

La comparazione dei ruoli fra agenzie di *rating* e altre figure non mira al mero raggiungimento di una più dettagliata classificazione dei suddetti operatori, quanto piuttosto all'impostazione della ricerca in un'ottica olistica.

Come è stato acutamente rilevato in dottrina, «il problema non è stabilire un confronto tra agenzie di *rating* e società di revisione per concludere che il *rater* non è un revisore ma approfondire il ruolo delle predette agenzie che, nell'emettere valutazioni sulla consistenza economico-finanziaria degli emittenti in termini di *credibilità* di aspettative, finiscono per svolgere un ruolo di *selezione* e di *controllo* nell'ambito dei mercati finanziari in cui operano»²⁰⁵.

²⁰⁵ PRINCIPE A., Presentazione de *Le agenzie di rating* (a cura di), AA.VV. 377 *Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, Giuffrè, 2014, p. IX, (cors. agg.).

SEZIONE I I SOGGETTI

SOMMARIO: 1. Cenni sulla disciplina del prospetto informativo – 2. Agenzie di *rating* vs. giornalisti economici e analisti finanziari – 3. Analogie e differenze in un’ottica di coordinamento con le società di revisione

1. Cenni sulla disciplina del prospetto informativo

Come sopra accennato, viene in rilievo il tema, vastissimo, dell’affidamento e della responsabilità per false informazioni, che evidentemente esula lo scopo di queste pagine.

Ai fini e nell’economia del presente lavoro, basti ricordare che, in una società dove l’informazione rappresenta la trama stessa del mercato, i comportamenti di quei soggetti che definiti “qualificati” possono pregiudicare la *sfera patrimoniale immateriale* dei destinatari dei loro giudizi, influenzando negativamente sull’esercizio del loro potere di fare, nella specie turbando le condizioni delle loro autodeterminazioni negoziali ²⁰⁶.

Come noto, nel corso del tempo sotto la formula “responsabilità per false informazioni” si sono ricondotte «fattispecie che, a ben vedere, concernono forme diverse di responsabilità (= contrattuale, precontrattuale e aquiliana) e/o che propongono tipi di problemi che vanno, invece, chiaramente distinti» ²⁰⁷.

²⁰⁶ In argomento, cfr. per tutti BARCELLONA M., *Trattato del danno e della responsabilità civile*, Torino, UTET, 2011, pp. 433 ss.; GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in (a cura di) F. MARTORANO, G.B. PORTALE, N. SALANITRO, *Il diritto della Banca e della Borsa. Studi e dibattiti*, Milano, Giuffrè, 2008, pp. 210 ss. e TRIMARCHI P., *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Milano, Giuffrè, 2019, pp. 144 ss.

²⁰⁷ BARCELLONA M., *Trattato del danno e della responsabilità civile*, cit., p. 449, dove l’A. muove dalla premessa per cui «l’informazione, in sé, non è altro che il mero fattore causale di pregiudizi, la risarcibilità dei quali pone tipi di problema volta a volta diversi a seconda del *versante* della sfera giuridica interferita che specificamente viene dedotto dal danneggiato e del *modo* in cui essa di fatto risulta interferita». Sul punto, tuttavia, a parere di chi scrive, tale dottrina non convince nel classificare, accanto alle società di revisione, la responsabilità delle agenzie di *rating*, come rientrante nella «terza ipotesi *iii*) [vale a dire, l’ipotesi in cui l’attività informativa si abbia in adempimento di un’obbligazione che l’autore dell’informazione ha assunto con un soggetto a beneficio di altri o che comunque ha altri come destinatari. In tal caso] la responsabilità discenderà dall’inadempimento di un contratto (non importa se libero o imposto dalla legge) con prestazione in favore del terzo» (*Ibi*, p. 443). Sulla dubbia rilevanza della natura contrattuale nel rapporto tra agenzie di *rating* e investitori, si rinvia *infra* SEZ. II, CAP. III.

Uno dei modelli di disciplina venuti in rilievo è quello della responsabilità da prospetto informativo, dettata dal legislatore nazionale (e recentemente modificata) in maniera particolarmente dettagliata in materia di intermediazione mobiliare e di offerte pubbliche di acquisto ²⁰⁸.

In breve, il prospetto informativo è quel documento riportante tutti i dati e le informazioni sulla situazione economica, informativa e contabile della società emittente nonché sugli strumenti finanziari da offrire al pubblico ²⁰⁹. Esso costituisce il principale mezzo di circolazione delle informazioni al momento del collocamento dei titoli sui mercati finanziari, tanto da prevedere un obbligo di comunicazione *ex lege* alla Consob, incaricata di verificarne la completezza ²¹⁰. Per quanto qui di interesse, in linea generale può dirsi che «[i]n considerazione della provenienza e delle finalità di questo tipo di informazione, l'affidamento deve considerarsi, di regola, giustificato» ²¹¹.

L'art. 94 t.u.f., infatti, all'attuale comma 5, nel prevedere la responsabilità «[dell']emittente o [del]l'offerente, a seconda dei casi, nonché [del]l'eventuale garante e [del]le persone responsabili di talune parti delle informazioni contenute nel prospetto (...) [per] i danni subiti dall'investitore», pone una presunzione di colpevolezza dei soggetti qualificati, a meno che essi

²⁰⁸ Il lungo iter normativo è stato avviato su impulso del legislatore comunitario, con le tre note direttive: Direttiva (CEE) n. 79/279 del Consiglio concernente *il coordinamento delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori*, (G.U. 16 marzo 1979, n. L. 066); Direttiva (CEE) n. 80/390 del Consiglio per *il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori*, (G.U. 17 aprile 1980, n. L. 100) e Direttiva (CEE) n. 89/298 del Consiglio per *il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari* (G.U. 5 maggio 1989, n. L. 124).

²⁰⁹ Cfr. art. 2, par. 1, lett. r), Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa *al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE* (G.U. 31 dicembre 2003, n. L. 345).

²¹⁰ Sulla responsabilità dell'emittente da prospetto informativo, si vd., *ex multis*, FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, Giuffrè, 1986, pp. 27 ss.; PIGA F., *Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare e la posizione della Consob*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, pp. 281 ss.; SALAFIA V., *L'informativa societaria e l'efficienza del mercato*, in *Le società*, 1999, pp. 1029; D'ALFONSO G., *Responsabilità da prospetto informativo*, Napoli, Ed. Scient. It., 2002, pp. 7 ss.; SANGIOVANNI V., *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno e resp.*, 2008, pp. 965 ss.; MACCHIAVELLO E., *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. impr.*, 2009, vol. 25, fasc. 4/5 pp. 911 ss.

²¹¹ TRIMARCHI P., *op. cit.*, p. 162.

non provino 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»²¹².

La norma stabilisce che tra i soggetti qualificati rientri anche l'intermediario responsabile del collocamento, il quale risponde del controllo generale sui contenuti del prospetto, salvo fornisca la medesima prova liberatoria²¹³.

La disciplina dettata dal legislatore italiano, quindi, si preoccupa di individuare tutti i potenziali soggetti coinvolti e chiamati a rispondere nei confronti degli investitori, ponendoli sullo stesso piano e senza escluderne nessuno.

Più in generale, può dirsi che quello descritto dall'art. 94 cit. sia un regime di responsabilità *parziaria*, dove ognuno risponde limitatamente alle parti di propria competenza²¹⁴. Cionondimeno, nel nuovo testo così come modificato in adeguamento al c.d. «regolamento prospetto», si specifica che almeno uno tra i soggetti elencati – «a seconda dei casi», l'emittente, l'offerente o il garante – deve essere responsabile per tutte le informazioni contenute nel prospetto informativo²¹⁵. La *ratio*, infatti, risiede sempre nel temperare, da una parte, gli interessi delle imprese al contenimento dei costi per l'accesso ai mercati e, dall'altra, quelli degli investitori ad un'adeguata informativa per una libera autodeterminazione negoziale.

²¹² Articolo così sostituito dall'art. 3, d.lgs. 2 febbraio 2021, n. 17, recante *norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli di un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, e alle disposizioni del regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari*, (G.U. 24 febbraio 2021, n. L. 46).

²¹³ Art. 94, co. 7, t.u.f.: «[l]a 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 ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso».

²¹⁴ Sul problema dell'esatta individuazione delle «parti di competenza» qualora manchi, per certe parti del prospetto, l'indicazione specifica di tutti i soggetti effettivamente coinvolti (generalmente di uno o più intermediari, diversi dal responsabile del collocamento), cfr. GIUDICI P., *op.cit.*, p. 228, in cui l'A. sostiene come in tali casi, per esigenze di coerenza sistematica, questi ultimi si debbano considerare responsabili in solido («[l]art. 94 TUF separa la responsabilità se l'informazione è di competenza esclusiva di una parte, ossia se promana da una sola parte e se rientra nella sua esclusiva sfera di controllo, non se l'informazione riguarda fatti comuni a due o più parti che partecipano alla formazione del prospetto»).

²¹⁵ ESMA, *Questions and Answers on the Prospectus Regulation*, in <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-its-qas-relating-prospectus-regulation-2>.

In ottica di comparazione con la disciplina in materia di *rating*, è interessante notare come, nonostante il chiaro *favor* nei confronti dell'investitore nell'invertire l'onere della prova, il criterio di diligenza imposto dall'art. 94 t.u.f., *sub specie* la locuzione «ogni diligenza» non richieda affatto che essa debba intendersi – secondo un metro più rigoroso – come ogni precauzione astrattamente adottabile.

Come chiarito a suo tempo da autorevole dottrina, non si richiede che tale diligenza vada oltre quella “normale” o “ragionevole”, altrimenti ammettendosi, in ultima analisi, come liberatoria solo la prova del caso fortuito o della forza maggiore ²¹⁶.

Naturalmente, il grado di responsabilità e il *quantum* risarcibile devono essere determinati dal giudice, tenendo in debito conto anche il livello di professionalità (*latu sensu* intesa) e di cultura finanziaria dell'investitore che si ritenga danneggiato dalla falsità o omissione delle informazioni contenute nel prospetto ²¹⁷.

Fatta salva l'ipotesi in cui l'investitore abbia acquistato direttamente dall'emittente i titoli, il cui prospetto risulti inesatto o incompleto – per cui, in virtù di un accordo preesistente, il primo potrà ricorrere, senza sforzo, ai classici rimedi contrattuali –, il regime di cui all'art. 94 t.u.f. descrive un'ipotesi di responsabilità aquiliana *ex art. 2043 c.c.*, che presupponga la sussistenza, in concreto, dell'opacità/inesattezza del prospetto, del danno ingiusto e del relativo nesso causale.

L'enorme agevolazione sta nel prevedere che, una volta accertato il primo elemento, la legge presuma che la volontà dell'investitore sia stata negativamente influenzata, nel senso che se fosse stato adeguatamente informato (ad esempio, conoscendo la reale situazione economico-finanziaria dell'emittente, o il reale grado di rischio dei titoli), avrebbe compiuto scelte diverse. In questo senso, si è detto, l'ordinamento punta sulla presunzione di colpevolezza del danneggiante ²¹⁸, in quanto «*in applicazione del principio della vicinanza della prova,*

²¹⁶ Si vd., GIUDICI P., *op.cit.*, p. 232, da ultimo, TRIMARCHI P., *op. cit.*, p. 163. A questo proposito, si nota la differenza rispetto a quella prevista dal legislatore statunitense nella *Section 11* del *Securities Act* del 1933 (nella quale, invero, la prova liberatoria non è prevista nemmeno in caso di caso fortuito o forza maggiore). La disciplina comunitaria, infatti, non contempla ipotesi di responsabilità oggettiva, restringendo anzi il perimetro di quella dell'emittente, che non è chiamato a rispondere delle informazioni provenienti da altri.

²¹⁷ Tanto nel caso in esame, quanto – come si vedrà in seguito – in relazione al danno da *rating*, viene in rilievo la norma sul concorso del fatto colposo del creditore, di cui all'art. 1227 c.c.

²¹⁸ In proposito, si è detto che «[s]enza questa agevolazione non vi è dubbio che la prova della colpa, e a maggior ragione del dolo, dell'emittente sarebbe eccessivamente gravosa per gli investitori e la tutela risulterebbe evanescente» (DI DONNA L., *op. cit.*, p. 311).

*il riparto dell'onere della prova deve tenere conto di chi sia il dominus delle informazioni necessarie al giudizio»*²¹⁹.

La costruzione di uno schema siffatto si fonda, per l'appunto, sull'assunto che i soggetti selezionati abbiano tutti gli strumenti e i mezzi per poter verificare la verità e la completezza delle informazioni “offerte” al pubblico.

Ed è qui che si rilevano le prime discrepanze rispetto alle agenzie di *rating*.

Come si avrà modo di analizzare diffusamente nella sezione seguente, l'attività delle agenzie, di regola, presuppone accanto alla raccolta di tutti i dati e le informazioni disponibili pubblicamente un rapporto “fiduciario” con l'entità valutata, la sola in grado di fornire informazioni con il più alto grado di dettaglio, ovvero basate su indici qualitativi oltre che quantitativi nonché quelle ritenute sensibili o riservate. Sull'esattezza e veridicità di tale compendio informativo – di cui, certamente, l'emittente è e resta responsabile – la legge non impone un obbligo di verifica e controllo a carico delle agenzie.

Invero, prima dell'avvento del primo regolamento comunitario, da più parti in dottrina si era ipotizzata una contaminazione con la disciplina sul prospetto informativo.

Più precisamente, si è posto l'accento sull'elevato livello di professionalità tecnica di tali soggetti – come visto, ora richiesto obbligatoriamente come requisito per la registrazione –, argomentando come in virtù di questo, anche per l'attività svolta dalle agenzie avrebbe dovuto rinvenirsi la stessa *ratio* di cui sopra, in modo da dover essere chiamate a «rispondere dell'esattezza e completezza delle informazioni che ess[e] trasmett[ono] al mercato, perché ha[nno] strumenti per verificarle»²²⁰.

Tuttavia, come noto, in ragione delle specificità di tali società specializzate e, in particolare, dei metodi di valutazione e assegnazione dei *rating*, il legislatore non ha ritenuto praticabile tale opzione.

Cionondimeno, non può fare a meno di notarsi come quella stessa dottrina abbia, per certi versi, anticipato (quasi predetto) quell'inversione di rotta o “controriforma” che ha caratterizzato – prima negli U.S.A. e poi in Europa – la seconda stagione normativa, in quella che avanti si è definita “fase della sfiducia nel *rating*”.

²¹⁹ Trib. Milano, sent. 10 settembre 2007, in *Foro pad.*, 2007, fasc. 3/4, p. 546.

²²⁰ GIUDICI P., *op. cit.*, p. 416. Di questo avviso, tra gli altri, DI DONNA L., *op. cit.*, pp. 275 ss.; FACCI G., *op. cit.*, pp. 179 ss.; SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 310 ss. Posizione in parte condivisa dal Tribunale di Milano nel celebre caso Parmalat, per cui si rinvia *infra* §§ 2 e 2.1, SEZ. I, CAP. III.

Segnatamente, «le agenzie di *rating* e i regolatori devono essere in grado di differenziare in modo credibile e chiaro i casi in cui l'agenzia si assume la responsabilità per le informazioni trasmesse al mercato dal caso in cui invece tale responsabilità non è assunta. Quando la responsabilità non è assunta, il sistema della regolazione non deve fare *affidamento* sulle dichiarazioni di soggetti irresponsabili. La difesa della reputazione, infatti, è troppo facile in assenza di rischio di esposizione effettiva alla verifica del processo civile (o penale)»²²¹.

2. Agenzie di *rating* vs analisti finanziari e giornalisti economici

Un altro modello di disciplina venuto in rilievo nel dibattito nazionale sulle agenzie di *rating* è stato quello degli analisti finanziari²²².

A differenza di quanto si è detto con riguardo al prospetto informativo – per cui le agenzie si trovano in una posizione completamente diversa rispetto all'emittente, non producendo esse stesse la “materia prima” trattata – anche gli analisti finanziari, come i *raters*, trasmettono un'informazione *derivata*, frutto di una specifica attività di raccolta, analisi e sistematizzazione, con una particolare attenzione alla diffusione della stessa nella maniera più chiara e comprensibile possibile.

Ai fini che qui interessa, il riferimento è alla tipologia di analisti definiti *sell-side analysts*, vale a dire coloro che operano generalmente alle dipendenze di intermediari che prestino una vasta gamma di servizi d'investimento (in particolare, *investment banking*)²²³. Le valutazioni di

²²¹ GIUDICI P., *op.cit.*, p. 416 (cors. agg.).

²²² In argomento, si vd., GIUDICI P., *op.cit.*, pp. 400 ss.; MAZZONI A., *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *An. giur. econ.*, 2002, pp. 209 ss.; CAPRIGLIONE F., *L'attività di ricerca degli analisti finanziari. Definizioni, contenuti e regole del sistema normativo italiano*, in *Borsa, banca tit. cred.*, 2004, vol. 57, fasc. 2, pp. 119 ss.; ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, cit., pp. 929 ss.; MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in *An. giur. econ.*, 2006, fasc. 2, pp. 203 ss.; PARACAMPO M.T., *Informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Bari, Cacucci, 2008, pp. 106 ss.; CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercanti. Il recepimento della direttiva MiFID. Profili sistematici*, Padova, Cedam, 2008, pp. 110 ss.; BARCELONA M., *Trattato del danno e della responsabilità civile*, cit., pp. 450 ss.

²²³ La diversa categoria dei *buy-side analysts* raccoglie quegli analisti che lavorino per imprese finanziarie, ad esempio, per le società di gestione del risparmio, a favore delle quali prestino attività di ricerca mirata ad indirizzare le scelte di investimento del gestore medesimo. A ben vedere, nel parallelismo tra agenzie di *rating* e analisti finanziari si nota una parziale coincidenza nella struttura del modello di *business*: anche gli analisti, infatti,

tali soggetti, infatti, in maniera più o meno diretta, raggiungono una platea di destinatari vastissima (in genere, prima quelli istituzionali o privati interessati nella c.d. distribuzione primaria e, dopo la pubblicazione, tutti gli operatori del mercato).

Proprio in ragione della diffusività dei risultati dell'attività degli analisti, in letteratura si è posta la questione di un loro configurabilità in termini di *gatekeepers* e, da qui, il parallelismo con le CRAs., alle quali – nonostante le criticità sopra riscontrate – il regolatore non ha completamente “sottratto” tale titolo ²²⁴.

Invero, la regolazione europea si è mossa nel senso di attribuire all'analista finanziario un «ruolo pubblico di produttore di informazioni che gli investitori possono utilizzare per formare le proprie decisioni di investimento» ²²⁵. In forza di tale ruolo, la normativa ha imposto a tali soggetti un regime basato sull'obbligo di informare i destinatari sull'identità degli analisti, sugli eventuali conflitti d'interessi nonché di presentare correttamente le informazioni elaborate, che richiamano le misure adottate in sede europea con il primo regolamento CRA del 2009 ²²⁶.

offrono i propri servizi dietro corrispettivo degli investitori interessati oppure senza corrispettivo, al fine di promuovere il consumo di altri servizi e lo sviluppo dei mercati finanziari. Sul modello di business delle CRAs si rinvia a quanto già diffusamente trattato *supra* § 3, SEZ. I, CAP. I.

²²⁴ Si vd., per tutti, PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are not like other gatekeepers*, cit., *passim*; per le cui considerazioni si rimanda a *supra* SEZ. III, CAP. I.

²²⁵ GIUDICI P., *op.cit.*, p. 402, dove l'A. richiama la premessa n. 4 alla direttiva 2003/125/CE: «*le raccomandazioni di investimento, che possono costituire la base di eventuali decisioni di investimento, devono essere elaborate e diffuse con la massima cura, in modo da non indurre in errore i partecipanti al mercato*».

²²⁶ La disciplina nazionale sugli analisti finanziari, contenuta negli artt. 113 ss. t.u.f. e 69 ss. del Regolamento Emittenti CONSOB (delibera n. 11971 del 14 maggio 1999), è stata recentemente abrogata dal d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107 (recante “*norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/UE, 2003/125/CE e 2004/72/CE*” nonché dalle delibere CONSOB nn. 21623 e 21625 del 10 dicembre 2020 e n. 21639 del 15 dicembre 2020. Attualmente, l'art. 114 t.u.f., conserva, al comma 9, il disposto, per cui «*[a]l fine di garantire che il pubblico sia correttamente informato, la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni in materia di investimenti e delle altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento da parte degli emittenti quotati, dei soggetti abilitati, nonché dei soggetti in rapporto di controllo con essi, secondo le modalità stabilite con regolamento*». Tuttavia, prima delle recenti modifica, il comma 8 (oggi abrogato) recitava: «*[i] soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai 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*». La

Non solo, l'interferenza dei regimi si potrebbe evincere anche sul piano della *soft law*. Dal Codice di comportamento AIAF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari), all'art. 2, co.1 si legge che l'analista «*a. svolge la propria attività professionale con lealtà e correttezza; b. opera con integrità, indipendenza, professionalità ed obiettività di giudizio; c. nei propri lavori di analisi e nelle conclusioni delle raccomandazioni d'investimento fa risultare una netta distinzione tra fatti ed opinioni; d. non accetta incarichi che non possa svolgere con adeguata competenza; e. cura costantemente la propria preparazione professionale, conservando ed accrescendo le proprie conoscenze, con particolare riferimento all'orizzonte internazionale nel quale si proietta la sua attività; f. ispira il proprio comportamento allo scrupoloso rispetto delle norme di legge e regolamentari, conformandosi alle disposizioni emanate dalle Autorità preposte alla vigilanza e al controllo sulle attività pertinenti alle sue funzioni professionali*».

L'idoneità a ingenerare l'affidamento deriva, allora, non tanto (direttamente) dallo *status* professionale, quanto dal grado di diligenza imposto sull'operatore professionale. Quest'ultimo sarà chiamato a rispondere per le proprie valutazioni nei confronti dell'investitore o dell'emittente, cui sia stato incaricato di prestare il proprio servizio, *ex artt.* 1218 e 1453 c.c. a titolo di colpa professionale, sempreché il danneggiato dimostri l'inadempimento dell'analista e il danno che ne sia causalmente derivato ²²⁷. In tal caso, l'investitore (o l'emittente), in quanto committente, sarà agevolato dal regime probatorio previsto in materia contrattuale, spettando al danneggiante commissionato provare che abbia correttamente adempito o che l'eventuale inadempimento sia dipeso dall'impossibilità della

normativa vigente è dettata dall'art. 20 del cit. regolamento (UE) n. 596/2014 (G.U. 12 giugno 2014, n. L. 173/1), rubricato "Raccomandazioni di investimento e statistiche", e si rifa' agli stessi principi. Segnatamente, la norma dispone che «1. [c]oloro che producono o diffondono raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento, devono ragionevolmente provvedere affinché tali informazioni siano presentate in maniera corretta e devono comunicare i propri interessi o segnalare eventuali conflitti di interesse relativi agli strumenti finanziari ai quali tali informazioni si riferiscono».

²²⁷ A seconda che il danneggiato-committente sia l'investitore o l'emittente, il danno si atteggia diversamente. Più precisamente, nel primo caso, sarà risarcito «nei limiti della perdita subita dal creditore e del mancato guadagno, per cui, (...) il danno può consistere nella svalutazione del prezzo del titolo su cui ha investito, ossia nella differenza di valore che, sulla base dell'analisi finanziaria erronea, il titolo possedeva e il suo valore reale, nonché nel fatto che l'investitore, se avesse saputo dell'erroneità [della stessa], avrebbe investito su altri titoli. [Nel secondo caso, invece,] se il credito è una società emittente che ha commissionato all'analista un giudizio sulla situazione dei mercati su cui intende collocare il proprio titolo (...), il danno può consistere nella differenza tra il prezzo assegnato al titolo e quello effettivo, nonché nella perdita di investimenti dovuti all'erronea valutazione del titolo» (DI DONNA L., *op. cit.*, p. 340).

prestazione, avendo costui adottato il livello di diligenza richiesta (e, dunque, senza sua colpa).

Al contrario, nel caso di danni cagionati a terzi investitori per le raccomandazioni diffuse dall'analista, costui risponderà ai sensi dell'art. 2043 c.c. Proprio su tale terreno, si è sollevata la delicata questione della validità (e della relativa efficacia) delle c.d. clausole di *disclaimer*, ulteriore punto di “raccordo” con la normativa sulle agenzie di *rating*, costituendone, specie dopo la riforma del 2013, profilo altrettanto critico (per la cui trattazione si rinvia *infra* § 4, SEZ. II, CAP. III).

A fronte delle somiglianze sopra descritte, tuttavia, si stagliano due fondamentali differenze.

In primo luogo, gli analisti non sono pagati dall'emittente, mentre – come si è ampiamente trattato – seguendo l'*issuer pays model* il corrispettivo pagato dalle società committenti rappresenta la principale fonte di entrate per le CRAs. Da ciò, non a caso, deriva il maggior rigore e dettaglio nella tipizzazione delle condotte integranti un conflitto d'interessi, previste dal reg. CE n. 1060/2009 e, poi, ulteriormente ampliate con la riforma del 2013²²⁸.

In secondo luogo, è stato più volte ribadito come la regolamentazione in materia (sia statunitense, che europea) abbia chiarito, a tutti i livelli, che occorre tenere distinti i *rating* dalle *raccomandazioni* di investimento²²⁹. A ben vedere, al di là dell'ineliminabile “connotato di rischio”, intrinseco al titolo (o, più ingenerale, all'operazione finanziaria) cui entrambi si riferiscono, il giudizio sintetico delle agenzie presenta dei connotati peculiari, che ostano non solo alla sua associazione alla raccomandazione dell'analista finanziario ma alla classificazione come informazione *tout court*.

D'altra parte, come si è già avuto modo di analizzare diffusamente, il *rating* non è neppure identificabile con il prodotto informativo del giornalista economico; ciò al netto dello storico tentativo delle agenzie di acquartierarsi fra le fila degli opinionisti finanziari²³⁰.

²²⁸ Per cui si rinvia *supra* §§ 3, 4, SEZ. II e § 3, SEZ. III, CAP. I.

²²⁹ Si vd. *sub* nt. 174.

²³⁰ Cionondimeno, la normativa europea – a differenza di quella statunitense – pur tutelando l'informazione libera e protetta dall'art. 21 della Carta fondamentale, tiene conto della particolare rilevanza e influenza di tali soggetti sul mercato. Per tale ragione, si preoccupa di prevedere un'apposita disciplina, che garantisca la formazione, l'indipendenza e la trasparenza della stampa specializzata, onde scongiurare l'inquinamento in termini di conflitto d'interessi. L'art. 20, co. 3, ult. per., del cit. reg. (UE) n. 596/2014 dispone espressamente

Il tentativo, lo si è detto, seppur registrando alcuni successi nella giurisprudenza americana del primo periodo, era inevitabilmente destinato a scivolare maldestramente sui propri presupposti ²³¹.

Guardando entro i confini nazionali, deve darsi atto di come – in materia di responsabilità da informazioni inesatte – la giurisprudenza abbia da sempre tentato di mantenere ben distinte quelle aree di competenza, che autorevole dottrina ha poi ricondotto alle tre diverse ipotesi di: *i.* informazione come “consiglio amichevole”; *ii.* informazione come «servizio» e *iii.* informazione come «prodotto». Invero, solo nel primo caso può dirsi che il danno non è *mai* ingiusto, come ribadito dall’allora Cassazione di Firenze «“nel ritenere che un cattivo suggerimento senza mala fede non possa obbligare”, rilevando – proprio come aveva fatto il Pothier – che “fin dalla sapienza romana è stato accolto il principio al quale salvo eccezioni particolari non derogano le legislazioni moderne: *consilii non fraudulentis nulla obligatio est. Coeterum, si dolus et calliditas intercessit, de dolo actio competit*”» ²³².

Esclusa l’ipotesi dell’informazione-prodotto (nella quale, nei limiti stabiliti dal legislatore, il danno è *sempre* ingiusto), il caso del *rating* rientra chiaramente nella seconda e più problematica categoria dell’informazione come «servizio» ²³³.

che le disposizioni tecniche dettate in materia di raccomandazioni d’investimento «(...) non si applicano ai giornalisti soggetti a una regolamentazione adeguata equivalente in uno Stato membro, che comprenda meccanismi adeguati equivalenti di autoregolamentazione, purché tale regolamentazione produca effetti analoghi a quelli ottenuti dalle disposizioni tecniche» e detta un’apposita disciplina all’articolo seguente. Segnatamente, l’art. 21, rubricato “Comunicazione o diffusione delle informazioni ai media” statuisce che «(...) qualora siano comunicate o diffuse informazioni e qualora siano elaborate o diffuse raccomandazioni ai fini dell’attività giornalistica o di altre forme di espressione nei mezzi d’informazione, la comunicazione o la diffusione delle informazioni è valutata tenendo conto delle norme che disciplinano la libertà di stampa e la libertà di espressione in altri mezzi d’informazione, nonché delle norme o dei codici che disciplinano la professione di giornalista, a meno che: a) le persone interessate o le persone a loro strettamente associate ricavano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un guadagno dalla comunicazione o dalla diffusione delle informazioni in questione; oppure b) la comunicazione o la diffusione siano effettuate con l’intenzione di fuorviare il mercato per quanto concerne l’offerta, la domanda o il prezzo di strumenti finanziari». In argomento, cfr. per tutti VELLA F., “Selfregulation” e giornalismo economico, in *An. giur. econ.*, 2006, fasc. 2, pp. 279 ss. e BARCELLONA M., *Trattato del danno e della responsabilità civile*, cit., pp. 629 ss.

²³¹ Si vd. § 4, Sez. I, Cap. I.

²³² BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 336.

²³³ *Contra*, si registra un’unica pronuncia del Tribunale di Roma, rimasta del tutto isolata. Segnatamente, i giudici romani avevano respinto la domanda attorea, volta a far dichiarare la responsabilità delle agenzie di *rating* (*sub specie*, Standard & Poor’s e Moody’s Italia) per aver, le stesse, inserito i titoli della celebre Lehman Brothers

3. Analogie e differenze in un'ottica di coordinamento con le società di revisione

Nella panoramica dei plessi di disciplina, dedicati agli operatori dei mercati finanziari e più spesso interpellati nel teorizzare la responsabilità delle agenzie di *rating*, si ritrovano senza dubbio le società di revisione contabile.

L'attività svolta da tali società ha carattere *professionale* e ha ad oggetto l'organizzazione e revisione contabile di aziende ²³⁴, intendendosi con tale accezione quell'attività diretta ad effettuare «un controllo della regolarità formale e sostanziale della contabilizzazione dei fatti di gestione e del bilancio di un altro soggetto, rilasciandone attestazione» ²³⁵.

Il rilievo e l'importanza del ruolo svolto da tali soggetti nella circolazione dell'informazione economica ha da subito giustificato l'attenzione del legislatore, portando all'emanazione di una disciplina composita, prima frammentata tra leggi speciali e disposizioni di diritto comune, ora confluita nel d.lgs. n. 39/2010 ²³⁶.

– acquistati dall'attore – tra quelli “sicuri”, così «*inducendo (...) in errore i consumatori e nella fattispecie l'attore*» e a chiedere, di conseguenza, di «*condannare le predette al risarcimento del danno (...) quantificabile in via equitativa in € 100.000,00*». Nelle motivazioni, il Tribunale romano aveva sostenuto l'equiparabilità dei *rating* delle CRAs a mere opinioni. Più precisamente, dopo aver rimarcato l'assenza di qualsivoglia rapporto contrattuale e/o obbligatorio tra le agenzie convenute e la parte attrice, gli stessi giudici avevano sostenuto che le prime «*non formulano raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli, ma emettono semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data. Le valutazioni sull'affidabilità creditizia, cosiddetti rating, non rappresentano consigli di investimento e non offrono consulenza finanziaria dovendo poi ciascun investitore effettuare le proprie scelte a suo esclusivo rischio, avvalendosi eventualmente di un promotore finanziario a sua scelta che valuti il rischio in riferimento alla situazione finanziaria del singolo investitore. Da ciò deriva che qualsiasi valutazione dell'agenzia di rating, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento era stato classificato come sicuro, non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi*» (Trib. Roma, sent. 17 gennaio 2012, n. 835).

²³⁴ BUSSOLETTI M., *Società di revisione*, in *Enc. dir.*, vol. XLII, Milano, Giuffrè, 1990, pp. 1080 ss.

²³⁵ ROSSI A., *Spunti sulla nuova disciplina della revisione contabile*, in *Società*, 1999, 9, p. 1034.

²³⁶ D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 relativo all'*attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE*, (G.U. 23 marzo 2010, n. L. 68), da ultimo modificato con d.lgs. 17 luglio 2016, n. 135, recante disposizioni sull'*attuazione della direttiva 2014/56/UE che modifica la direttiva 2006/43/CE concernente la revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati*», (G.U. 21 luglio 2016, n. L. 169).

Nell'economia della presente trattazione, basti ricordare che con tale importante riforma si è inteso razionalizzare la materia, non solo individuando un impianto normativo comune (in luogo del precedente doppio circuito differenziato per tipo di società), ma anche armonizzandone i principi, in modo da allinearsi a quelli vigenti negli altri ordinamenti europei ²³⁷.

Già l'*iter* evolutivo della normativa lascia intravedere le prime analogie.

Come per le agenzie di *rating*, anche in relazione ai revisori contabili l'avvento di una disciplina che sia, al contempo, uniforme e particolarmente dettagliata risponde all'esigenza di ricostruzione di quella fiducia, travolta a seguito degli scandali finanziari del nuovo millennio.

Non a caso, ai fini che qui rilevano, tra le principali modifiche introdotte con la novella del 2010, si ritrovano: da una parte, interventi *diretti* a garantire una maggiore indipendenza e oggettività ²³⁸ della revisione – verrebbe da dire, proprio, un più elevato livello

²³⁷ Segnatamente, nel *considerando* n. 5 della direttiva si esplicitava l'«obiettivo [di] una sostanziale armonizzazione, sebbene non completa, degli obblighi in materia di revisione legale dei conti», prevedendo come ogni Stato membro che avesse prescritto la revisione legale dei conti avesse facoltà di imporre obblighi più severi, salvo diversa disposizione all'interno della medesima direttiva.

²³⁸ Cfr. art. 10, d.lg. n. 39/2010, rubricato per l'appunto “*Indipendenza e obiettività*”, nel cui testo (che, di seguito, si riporta con cors. agg.), si rinvencono immediatamente le stesse direttrici, seguite dal regolamento CRA del 2009, in merito alla gestione e/o riduzione del conflitto d'interessi nonché alla promozione di una maggiore trasparenza: «1. Il revisore legale e la società di revisione legale che effettuano la revisione legale, nonché qualsiasi persona fisica in grado di influenzare direttamente o indirettamente l'esito della revisione legale, devono essere *indipendenti* dalla società sottoposta a revisione e non devono essere in alcun modo coinvolti nel suo *processo decisionale*.

1-bis. Il requisito di indipendenza *deve sussistere durante* il periodo cui si riferiscono i *bilanci* da sottoporre a revisione legale e durante il periodo in cui viene eseguita la *revisione* legale stessa.

1-ter. Il revisore legale o la società di revisione legale deve adottare *tutte le misure ragionevoli* per garantire che la sua indipendenza non sia influenzata da *alcun conflitto di interessi*, anche soltanto *potenziale*, o da relazioni d'affari o di altro genere, dirette o indirette, riguardanti il revisore legale o la società di revisione legale e, laddove applicabile, la sua rete, i membri dei suoi organi di amministrazione, i suoi dirigenti, i suoi revisori, i suoi dipendenti, qualsiasi persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo del revisore legale o della società di revisione o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata al revisore legale o alla società di revisione legale.

2. Il revisore legale o la società di revisione legale *non effettua la revisione legale* di una società qualora sussistano dei rischi di autori-esame, di interesse personale o rischi derivanti dall'esercizio del patrocinio legale, o da familiarità ovvero una minaccia di intimidazione, determinati da relazioni finanziarie, personali, d'affari, di

lavoro o di altro genere instaurate tra tale società e il revisore legale o la società di revisione legale o la sua rete, o qualsiasi persona fisica in grado di influenzare l'esito della revisione legale, dalle quali un terzo informato, obiettivo e ragionevole, tenendo conto delle misure adottate, trarrebbe la conclusione che l'indipendenza del revisore legale o della società di revisione legale risulti compromessa.

3. Il revisore legale, la società di revisione legale, i loro responsabili chiave della revisione, il loro personale professionale e qualsiasi persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo di tale revisore legale o società di revisione legale e che partecipa direttamente alle attività di revisione legale, nonché le persone a loro strettamente legate ai sensi dell'articolo 1, punto 2, della direttiva 2004/72/CE, *non possono detenere strumenti finanziari emessi, garantiti o altrimenti oggetto di sostegno da un ente sottoposto alla loro revisione legale, devono astenersi da qualsiasi operazione su tali strumenti e non devono avere sui medesimi strumenti alcun interesse beneficiario rilevante e diretto*, salvo che si tratti di interessi detenuti indirettamente attraverso regimi di investimento collettivo diversificati, compresi fondi gestiti, quali fondi pensione o assicurazione sulla vita.

4. Il revisore legale o la società di revisione legale *documenta* nelle carte di lavoro tutti i rischi rilevanti per la sua indipendenza nonché le *misure adottate per limitare* tali rischi.

5. I soggetti di cui al comma 3 non possono *partecipare né influenzare* in alcun modo l'esito di una revisione legale di un ente sottoposto a revisione se:

a) possiedono strumenti finanziari dell'ente medesimo, salvo che si tratti di interessi detenuti indirettamente attraverso regimi di investimento collettivo diversificati;

b) possiedono strumenti finanziari di qualsiasi ente collegato a un ente sottoposto a revisione, la cui proprietà potrebbe causare un conflitto di interessi o potrebbe essere generalmente percepita come tale, salvo che si tratti di interessi detenuti indirettamente attraverso regimi di investimento collettivo diversificati;

c) hanno intrattenuto un rapporto di lavoro dipendente o una relazione d'affari o di altro tipo con l'ente sottoposto a revisione nel periodo di cui al comma 1-bis, che potrebbe causare un conflitto di interessi o potrebbe essere generalmente percepita come tale.

6. Se, durante il periodo cui si riferisce il bilancio, una società sottoposta a revisione legale viene rilevata da un'altra società, si fonde con essa o la rileva, il revisore legale o la società di revisione legale deve individuare e valutare eventuali interessi o relazioni in essere o recenti, inclusi i servizi diversi dalla revisione prestati a detta società tali da poter compromettere, tenuto conto delle misure disponibili, la sua indipendenza e la sua capacità di proseguire la revisione legale dopo la data di efficacia della fusione o dell'acquisizione. Il revisore legale o la società di revisione legale adotta, entro tre mesi dalla data di approvazione del progetto di fusione o di acquisizione, tutti i provvedimenti necessari per porre fine agli interessi o alle relazioni di cui al presente comma e, ove possibile, adotta misure intese a *ridurre al minimo i rischi per la propria indipendenza derivanti da tali interessi e relazioni*.

7. Il revisore legale o il responsabile chiave della revisione legale che effettua la revisione per conto di una società di revisione legale *non può rivestire cariche sociali* negli organi di amministrazione dell'ente che ha conferito l'*incarico di revisione* né prestare lavoro autonomo o subordinato in favore dell'ente stesso svolgendo funzioni *dirigenziali* di rilievo se non sia decorso almeno un anno dal momento in cui abbia cessato la sua attività in qualità di revisore legale o responsabile chiave della revisione, in relazione all'incarico. Tale divieto è esteso anche ai dipendenti e ai soci, diversi dai responsabili chiave della revisione, del revisore legale o della società di revisione,

di *qualità* – dall'altra, l'introduzione di uno specifico regime di responsabilità civile ²³⁹.

Così, perseguendo la prima linea di intervento, il legislatore ha trasferito la competenza dal collegio sindacale – cui prima erano attribuite anche le funzioni di controllo

nonché a ogni altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo del revisore legale o della società di revisione legale, nel caso in cui tali soggetti siano stati personalmente abilitati all'esercizio della professione di revisore legale, per il periodo di un anno dal loro diretto coinvolgimento nell'incarico di revisione legale.

8. I soci e i componenti dell'organo di amministrazione della società di revisione legale o di un'affiliata *non possono intervenire* nell'espletamento della revisione legale in un modo che può compromettere l'indipendenza e l'obiettività del responsabile dell'incarico.

9. Il *corrispettivo* per l'incarico di revisione legale non può essere subordinato ad alcuna condizione, non può essere stabilito in funzione dei risultati della revisione, né può dipendere in alcun modo dalla prestazione di servizi diversi dalla revisione alla società che conferisce l'incarico, alle sue controllate e controllanti, da parte del revisore legale o della società di revisione legale o della loro rete.

10. Il *corrispettivo* per l'incarico di revisione legale è determinato in modo da garantire la *qualità e l'affidabilità* dei lavori. A tale fine i soggetti incaricati della revisione legale determinano le *risorse professionali* e le ore da impiegare nell'incarico avendo riguardo:

- a) alla dimensione, composizione e rischiosità delle più significative grandezze patrimoniali, economiche e finanziarie del bilancio della società che conferisce l'incarico, nonché ai profili di rischio connessi al processo di consolidamento dei dati relativi alle società del gruppo;
- b) alla preparazione tecnica e all'esperienza che il lavoro di revisione richiede;
- c) alla necessità di assicurare, oltre all'esecuzione materiale delle verifiche, un'adeguata attività di supervisione e di indirizzo, nel rispetto dei principi di cui all'articolo 11.

11. La misura della retribuzione dei dipendenti delle società di revisione legale che partecipano allo svolgimento delle attività di revisione legale *non* può essere in alcun modo *determinata dall'esito delle revisioni* da essi compiute.

12. I soggetti *abilitati* all'esercizio dell'attività di revisione legale dei conti rispettano i principi di *indipendenza e obiettività* elaborati da associazioni e ordini professionali congiuntamente al Ministero dell'economia e delle finanze e alla Consob e adottati dal Ministero dell'economia e delle finanze sentita la Consob. A tal fine, il Ministero dell'economia e delle finanze sottoscrive una convenzione con gli ordini e le associazioni professionali interessati, finalizzata a definire le *modalità di elaborazione dei principi*.

13. I soggetti di cui al comma 3 *non sollecitano o accettano regali o favori* di natura pecuniaria e non pecuniaria dall'ente sottoposto a revisione o da qualsiasi ente legato a un ente sottoposto a revisione, salvo nel caso in cui un terzo informato, obiettivo e ragionevole considererebbe il loro valore trascurabile o insignificante».

²³⁹ In argomento, cfr., *ex multis*, BUSSOLETTI M., *Società di revisione*, cit., pp. 1090 ss.; BONELLI F., *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, 1979, pp. 968 ss.; BARCELLONA E., *Responsabilità da informazioni al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, Giappichelli, 2003, pp. 111 ss.; BARCELLONA M., *Trattato del danno e della responsabilità civile*, cit., pp. 433 ss.; GIUDICI P., *op.cit.*, pp. 349 ss.;

contabile – ad una figura terza ²⁴⁰, che presenti idonei requisiti di *professionalità*: infatti, alla precedente figura del “revisore *contabile*”, si sostituisce quella del “revisore *legale*” ²⁴¹.

Come noto, non si tratta solo di modifiche nominalistiche: con il termine “revisione legale dei conti”, infatti, deve intendersi quel complesso ordinato di verifiche, secondo un processo logico ben definito, avente come obiettivo l’espressione di un *giudizio* (e non più certificazione) indipendente sull’attendibilità dell’informativa contabile, tra cui, *in primis* il bilancio d’esercizio e il bilancio consolidato, se applicabile.

Detto in altri termini, compito del revisore è essenzialmente quello di valutare l’attendibilità del bilancio, laddove con attendibilità si intende «*verificare che quanto rappresentato nel bilancio sia sostanzialmente aderente alla concreta realtà aziendale così come è percepita al termine del processo di revisione*» ²⁴².

Così come per il *rating*, allora, la “relazione conclusiva” reca un giudizio professionale, che – nel caso della revisione – non certifica la correttezza delle previsioni di bilancio, bensì l’attendibilità delle stesse, alla stregua dell’*opinion* qualificata propria del modello anglosassone dell’*audit report* ²⁴³.

BENEDETTI A., *op. cit.*, pp. 54 ss.; SCIPIONE L., *La responsabilità civile in materia di revisione legale dei conti, tra “sviste” del legislatore, incertezze interpretative e ricadute applicative*, in *Inn. Dir.*, 2017, fasc. 4, pp. 120 ss.

²⁴⁰ Più precisamente, si è detto che l’introduzione di tale modalità di controllo, fortemente interconnesso con l’attività di vigilanza delle Autorità indipendenti nei mercati finanziari, si presenti «non come un’esternalizzazione di funzioni originariamente spettanti ad apparati pubblici, quanto piuttosto come un’esternalizzazione rispetto alle funzioni proprie di governance societaria: la necessità di rendere le transazioni più sicure e trasparenti e di offrire un canale funzionale ad attrarre il pubblico risparmio nel finanziamento delle società quotate induce infatti, proprio sull’esempio d’oltreoceano, ad abbracciare il modello della certificazione da parte di un soggetto competente esterno tra le parti (società e investitori)» (BENEDETTI A., *op. cit.*, p. 41).

²⁴¹ Nella definizione adottata dall’art. 1, lett. n), d.lgs. n. 39/2010, si intende: «*una persona fisica abilitata a esercitare la revisione legale ai sensi del codice civile e delle disposizioni del presente decreto legislativo e iscritta nel Registro ovvero una persona fisica abilitata ad esercitare la revisione legale in un altro Stato membro dell’Unione europea ai sensi delle disposizioni di attuazione della direttiva 2006/43/CE, come modificata dalla direttiva 2014/56/UE, vigenti in tale Stato membro*». Naturalmente, la revisione ben può essere esercitata da una società in forma d’impresa (lett. q), in relazione alla quale non vi è dubbio che permanga la natura di professione intellettuale (cfr., per tutti, BUSSOLETTI M., *Società di revisione*, cit., pp. 1088 ss.).

²⁴² LIVATINO M., PECCHIARI N., POGLIANI G., *Auditing. Il manuale operativo per la revisione legale dei conti*, Milano, Egea, 2011, p. 4.

²⁴³ BENEDETTI A., *op. cit.*, p. 43.

Anche guardando ai principi contabili, su cui insiste l'art. 11 del decreto citato, si rinvencono altri profili di somiglianza con il modello del *rating*, *sub specie* con i principi IOSCO e le specifiche disposizioni relative alla pubblicazione delle procedure e metodologie adottate dalle agenzie: il massimo comun denominatore, infatti, è sempre rappresentato dal bisogno di maggiore trasparenza ²⁴⁴.

In breve, si osserva quello che, in altra sede, è stato efficacemente descritto come l'esplicitazione delle premesse valutative: «[si] deve rendere esplicito il criterio della valutazione. (...) indicare il criterio che giustifica la valutazione del fatto, poiché altrimenti essa apparirà del tutto arbitraria. (...) La base della valutazione non è lo *standard* preso come formula generale, ma il criterio extragiuridico di valutazione che il [valutatore] pone “nello *standard*» ²⁴⁵.

Tuttavia, a questo proposito, non si può fare a meno di rilevare una sensibile differenza. Sebbene il regolatore (internazionale, statunitense ed europeo) si sia sforzato di indicare i principi e le linee guida fondamentali in materia di *rating*, non si è mai spinto – nel caso della legislazione U.S.A., poi, per esplicito divieto – nel disciplinarne *nel merito* le procedure ²⁴⁶. L'uso di modelli *standard*, ipotesi e metodologie di assegnazione diffusi – per il disallineamento dai quali, nel caso concreto, l'agenzia ha l'obbligo di motivazione – è pur

²⁴⁴ Per un parallelismo sull'evoluzione normativa che ha interessato le società di revisione, prima, e le agenzie di *rating*, poi, cfr., per tutti, PARMEGGIANI F., SACCO GINEVRI A., *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, vol. 35, fasc. 1, pp. 45 ss.

²⁴⁵ TARUFFO M., *La giustificazione delle decisioni fondate su standards*, in (a cura di) P. COMANDUCCI, R. GUASTINI, *L'analisi del ragionamento giuridico. Materiali ad uso degli studenti*, vol. II, Torino, Giappichelli, 1989, p. 325.

²⁴⁶ Sul piano europeo: «[è] importante garantire che le modifiche alle metodologie di *rating* non le rendano meno rigorose. A tal fine occorre che gli emittenti, gli investitori e le altre parti interessate abbiano la possibilità di presentare le loro osservazioni in merito a qualsiasi modifica prevista alle metodologie di *rating*. Questo li aiuterà a capire le motivazioni che stanno all'origine delle nuove metodologie di *rating* e delle modifiche in questione. Le osservazioni degli emittenti e degli investitori sui progetti di metodologia potrebbero dare un valido contributo alle agenzie di *rating* nella definizione di tali metodologie. È opportuno che all'AESFEM siano notificate le modifiche previste. Nonostante il regolamento (CE) n. 1060/2009 conferisca all'AESFEM il potere di verificare che le metodologie utilizzate dalle agenzie di *rating* del credito siano rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi, è opportuno che tale processo di verifica non conferisca all'AESFEM il potere di valutare l'adeguatezza della metodologia proposta o il contenuto dei *rating* del credito emessi a seguito dell'applicazione di tali metodologie», (considerando n. 27, reg. UE n. 462/2013). Ancora, «[g]iacché è opportuno preservare l'indipendenza di un'agenzia di *rating* del credito nel procedimento di emissione dei suoi *rating*, né le autorità competenti né gli Stati membri dovrebbero interferire in relazione alla sostanza dei *rating* e alle metodologie (...) al fine di evitare di compromettere i *rating*» (considerando n. 58, reg. CE n. 1060/2009).

sempre frutto di un'opera di *disclosure* “dal basso” da parte degli stessi produttori/utilizzatori delle procedure, *i.e.* le agenzie medesime; ciò a differenza di quanto accade con i principi di revisione, sanciti (quantomeno in parte) “dall’alto”²⁴⁷.

Un’ulteriore, fondamentale, differenza tra queste due figure risiede non solo nel prodotto finale della loro attività – posto che la revisione consiste in una verifica *ex post*, mentre il *rating* dovrebbe fornire un giudizio prognostico *ex ante* sull’attendibilità dei flussi finanziari attesi – ma anche nell’attività medesima, specie con riguardo alla facoltà, concessa solo ai revisori, di valersi di poteri informativi e ispettivi²⁴⁸.

Cionondimeno, come lucidamente rilevato da tempo, «il fatto che il “prodotto” dell’opera del revisore sia un giudizio e non una garanzia, e che solo la ricerca, e non anche la scoperta, di frodi sia *in obligatione*, se da un lato non determinano automatismi di responsabilità, dall’altro lato non esonerano in *partenza* il revisore dalle responsabilità in ordine al bilancio esaminato e sul quale ha espresso il proprio giudizio»²⁴⁹.

Con riferimento proprio al profilo della responsabilità, la tendenza al parallelismo quasi “naturale” tra agenzie di *rating* e società di revisione trova conferma nel dato giurisprudenziale.

Segnatamente, il Tribunale di Catanzaro, chiamato a pronunciarsi sulla domanda risarcitoria nei confronti di S&P’s (allora, The McGraw-Hill Company)²⁵⁰, fa espresso riferimento alla disciplina sulle società di revisione contabile.

²⁴⁷ Cfr. artt. 11 e 12, d.lgs. n. 39/2010.

²⁴⁸ Essi si sostanziano in poteri di accesso a documenti e informazioni relativi alla gestione della società valutata, ivi inclusi quelli *riservati* o *sensibili*, sempreché che presentino il carattere dell’utilità rispetto al controllo da effettuarsi. Il revisore deve avere libero accesso a tutto il materiale informativo e, se del caso, esercitare poteri ispettivi. Cfr., per tutti, BUSSOLETTI M., *sub art. 2409-ter*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, (diretto da) F. D’ALESSANDRO, vol. II, t. 2, Padova, Piccin, 2011, pp. 319 ss.

²⁴⁹ *Ibi*, p. 310.

²⁵⁰ Con atto di citazione, la parte attrice chiedeva il risarcimento dei danni cagionati dall’agenzia convenuta per avere, la stessa, mantenuto un alto *rating* dei titoli Lehman Brothers, fino a pochi giorni antecedenti la presentazione dell’istanza di fallimento dell’emittente, al fine di non incidere negativamente sulle sorti dell’emittente Lehman, operando in palese conflitto di interesse «nel senso che l’agenzia di *rating* pagata dall’emittente Lehman, pur conoscendo i retroscena del Gruppo (ed incurante delle notizie di stampa) non ha provveduto ad una revisione del *rating* da A+ delle relative obbligazioni, al fine di non incidere negativamente sulle sorti dello stesso» (Trib. Catanzaro, sent. 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e resp.*, 2013, fasc. 2, p. 185, (con nota di) M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie dono tenute a rispondere*).

Al netto del rigetto della richiesta (per non aver provato l'attore l'elemento soggettivo, *sub specie*, il dolo dell'agenzia), nell'impianto motivazionale i giudici affermano come «indubbiamente meritevole di tutela l'affidamento generato da comunicazioni rese al mercato, allorché tali informazioni provengano da un soggetto particolarmente qualificato, come le agenzie di rating, che ragionevolmente ingenerano fiducia nella serietà e credibilità delle proprie valutazioni»²⁵¹.

Nel motivare tale assunto, gli stessi richiamano quell'orientamento giurisprudenziale che, già in passato, aveva affermato la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni "esatte" per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico, valorizzando – per l'appunto – gli allora vigenti artt. 164, comma 2, T.U.F. e 2409 c.c. Più in generale – si sosteneva – tipizzando l'illecito del revisori contabili nei confronti dei terzi, si configurando, in sostanza, la responsabilità di un soggetto particolarmente qualificato nei confronti dei terzi per i danni cagionati dalle informazioni inesatte rilasciate.

Così, fatto salvo quanto già detto sul requisito dell'ingiustizia del danno da *rating* e sulla sussistenza di un corrispondente diritto a ricevere informazioni corrette²⁵², basti qui rilevare come la giurisprudenza abbia classificato le norme riguardanti la responsabilità dei revisori legali dei conti nei confronti dei terzi tra gli *indici* di diritto positivo, da cui poter dedurre la tutela dell'«affidamento generato da comunicazioni rese al mercato, allorché tali informazioni provengano da un soggetto particolarmente qualificato, come le agenzie di *rating*, che ragionevolmente ingenerano fiducia nella serietà e credibilità delle proprie valutazioni»²⁵³.

Dall'analisi sinora condotta, allora, emerge come il nodo tra i soggetti in esame sia «la questione delle conseguenze sui terzi di un'attività informativa ad essi rivolta e compiuta sulla base di un contratto tra due società»²⁵⁴ (società di revisione/società revisionata e agenzia di *rating*/società valutata).

Cionondimeno, occorre anticipare come la struttura della fattispecie di responsabilità sia agevolmente sovrapponibile – rispettivamente, contrattuale nei confronti della società che ha conferito l'incarico ed extra-contrattuale nei confronti dei terzi investitori – solo con

²⁵¹ *Ibidem*.

²⁵² Per cui si rinvia *supra* § 4, Sez. III, CAP. I.

²⁵³ Trib. Catanzaro, sent. 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e resp.*, 2013, fasc. 2, p. 183, (con nota di) M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie dono tenute a rispondere*.

²⁵⁴ BENEDETTI A., *op. cit.*, p. 83.

riguardo alla dinamica dei *rating* “richiesti”, mentre in relazione a quelli emessi spontaneamente dalle agenzie (c.d. *unsolicited rating*) – come si dirà – valgono considerazioni parzialmente diverse.

SEZIONE II L'ATTIVITÀ

SOMMARIO: 1. Cosa si intende per «contenuto informativo» dei *rating* – 2. Come si valuta la qualità dei *rating* in termini di affidabilità e accuratezza: il coefficiente di Gini e la curva di Lorenz – 3. Le metodologie dei processi di assegnazione dei *rating* – 3.1 Le diverse tipologie e modelli di *rating* – 3.2 Il *judgment approach* nell'assegnazione dei *rating* – 4. Attività di *rating* e libera circolazione dei servizi nel diritto dell'UE

1. Cosa si intende per «contenuto informativo» dei *rating*

Nei tradizionali (e consolidati) problemi che compongono l'intero *cabier des doléances* relativo alla materia in rassegna – di difficile soluzione tanto nell'esperienza continentale quanto in quella americana – si fa spesso riferimento al “contenuto *informativo* dei *rating*”.

Dalla banale esegesi della locuzione se ne ricava una nozione strettamente legata al “risultato finale”, inteso quale idoneità (o meno) dell'opinione fornita dalle agenzie ad informare e orientare in modo neutrale gli attori del mercato.

È ormai noto, infatti, che l'attività di segnalazione delle agenzie – attraverso un procedimento analitico di raccolta ed elaborazione di dati (per cui si veda *infra* par. 4) – produce un indicatore sulla *potenziale* perdita creditizia, dovuta al ritardo e/o mancato pagamento nonché (nei casi più gravi) al fallimento degli emittenti.

Ciò che, al contrario, è meno noto (o comunque sarebbe opportuno ribadire in varie sedi) è che tale indicatore è relativo alla valutazione del merito creditizio di emittenti/emissioni *in un determinato lasso di tempo*, ragion per cui ad esso è collegata una specifica probabilità di *default*.

Inoltre, i *rating* prendono in considerazione il rischio di insolvenza del debitore, al netto di altri e diversi fattori di rischio, quali il rischio di cambio, il rischio di tasso d'interesse nonché il rischio di frode da parte dell'emittente medesimo. Quest'ultimo risulta di particolare rilevanza quando si parla di “fallimenti del *rating*” e di valutazione delle *performance* delle agenzie in uno con le relative responsabilità nei confronti degli operatori del mercato. Infatti, la qualità dei dati forniti dall'emittente e/o acquisiti *aliunde* dalle agenzie sono le determinanti fondamentali – a loro volta – della qualità del prodotto finale.

Com'è noto, infatti, il compito delle agenzie non è sovrapponibile a quello delle società di revisione contabile e le prime, in quanto tali, non sono in grado di determinare l'attendibilità e la veridicità delle informazioni.

Ebbene, per comprendere a fondo cosa si intenda con “contenuto informativo” è necessario analizzare prima in che modo si possano valutare le c.d. *performance* predittive dei *rating*.

Generalmente, quando si vuole verificare la qualità di metodi di previsione di eventi futuri si ricorre al confronto tra la predizione data in un determinato momento storico (t_0) e l'evento realmente verificatosi in un momento storico successivo (t_1). Tale è la tecnica utilizzata nello strumento di validazione dei sistemi di *rating* a livello nazionale e internazionale anche dalle Autorità di Vigilanza, meglio noto come *back-testing*.

Semplificando, si riporta di seguito una rappresentazione del confronto tra previsioni dicotomiche e accadimenti dicotomici di *default*, distinguendo i casi di corrette e di errate previsioni in t_0 rispetto agli eventi realmente verificatisi in t_1 e valutando, di conseguenza, *ex post* due diverse tipologie di errori:

i. l'errore del “primo tipo” (*Type 1 error*), per cui un soggetto inizialmente previsto come non destinato al *default* viene, invece, ritrovato tra i *default* in t_1 (quadrante in basso a sinistra della TABELLA 1);

ii. l'errore del “secondo tipo” (*Type 2 error*), si ha quando un soggetto indicato *ex ante* come destinato al *default*, successivamente non va incontro ad esso (quadrante in alto a destra della TABELLA 1).

		Previsioni dicotomiche espresse in t_0	
		NON-DEFAULT	DEFAULT
Eventi realizzati in t_1	NON-DEFAULT	Previsioni corrette Casi di soggetti <i>non</i> andati in <i>default</i> come previsto in t_0 (soggetti classificati come NON-DEFAULT)	Errori di previsione del 2° tipo Casi di soggetti <i>non</i> andati in <i>default</i> contrariamente a quanto previsto in t_0 (soggetti classificati come DEFAULT)
	DEFAULT	Errori di previsione del 1° tipo Casi di soggetti andati in <i>default</i> contrariamente a quanto previsto in t_0 (soggetti classificati come NON-DEFAULT)	Previsioni corrette Casi di soggetti andati in <i>default</i> come previsto in t_0 (soggetti classificati come DEFAULT)

TABELLA 1. *Previsioni dicotomiche versus accadimenti dicotomici*²⁵⁵

Tuttavia un siffatto schema, per quanto utile nel mostrare figurativamente l'operare dello strumento del *back-testing*, risulta essere una rappresentazione troppo semplificata del sistema dei *rating*. Infatti, ogni sistema di *rating* delle agenzie presenta molte classi di previsioni (in genere diciassette), non riducibili alla netta dicotomia *default*/*non-default* sopra riportata.

Come evidenziato da autorevole dottrina²⁵⁶, il corretto utilizzo del metodo del *back-testing* in questo caso dovrebbe prendere in esame per ogni classe di *rating* del sistema (che si vuole “testare”, appunto) tutti i casi di *default* e di *non-default* verificatisi e, sulla base di tale analisi storica, assegnare ad ogni classe un corrispondente tasso di *default*.

Dunque, una prima approssimazione nella valutazione della qualità dei *rating* consiste nell'osservare se all'aumentare della classe di *rating*, corrisponde una decrescita dei tassi di *default*, a dimostrazione dell'esatta esplicazione della funzione delle agenzie, *i.e.* ordinare correttamente il livello di rischio del campione dei debitori osservati.

L'elaborazione di più classi di *rating* è funzionale all'obiettivo di fornire un indicatore più accurato possibile a fronte della complessa mole di dati e fattori di diversa natura da analizzare. In questo senso, occorre fare alcune precisazioni:

²⁵⁵ Fonte: DE LAURENTIS G., *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia*, in Atti del convegno sulle agenzie di *rating*, Salerno, novembre 2012.

²⁵⁶ *Ibidem*.

- i. non è possibile identificare *ex ante* i singoli casi di *default*, se così fosse non vi sarebbe la necessità di elaborare più classi di *rating*, essendo sufficienti le sole due categorie degli emittenti solvibili/insolventi (come mostrato nella TABELLA 1);
- ii. il verificarsi *ex post* di eventi di *default* in ogni classe di *rating* (incluse le più elevate) è un dato di fatto perché accade “in natura”, tanto che per ogni classe esiste un tasso di *default* corrispettivo (seppur estremamente basso per le classi più elevate);
- iii. il *rating* è una misura *ordinale* (da qui, la funzione *ordinatoria* del livello di rischio), non cardinale; ne deriva che quello dell’impossibilità di fornire una misura assoluta del rischio di insolvenza è un limite connaturato ad esso.

Si riporta di seguito la rappresentazione delle due principale scale di *rating* elaborate da due delle maggiori agenzie (Standard & Poor’s e Moody’s), con l’indicazione della misura (relativa) di rischio associata alle diverse classi.

Moody’s	Standard & Poor’s (e altre)	Significato
Aaa	AAA	Qualità elevata
Aa1	AA+	Alta qualità
Aa2	AA	
Aa3	AA-	
A1	A+	Forte capacità di adempimento
A2	A	
A3	A-	
Baa1	BBB+	Adeguate capacità di adempimento
Baa2	BBB	
Baa3	BBB-	
Ba1	BB+	Probabile capacità di adempimento
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B1	B+	Elevato rischio
B2	B	
B3	B-	
	CCC+	Vulnerabilità di <i>default</i>
Caa	CCC	
	CCC-	
Ca	C	In bancarotta o <i>default</i>
\	D	

TABELLA 2. *Global rating scales from Moody’s Inv. Service e S&P Global Ratings*

Come si evince dalla TABELLA 2, la semplicità del *ranking* permette anche agli investitori meno esperti di comparare il rischio di credito relativo ad una vasta gamma di titoli, essendo facilmente in grado di dedurre che uno strumento cui è assegnata una classe di *rating* “A” presenterà un profilo di rischio minore rispetto a uno avente un *rating* pari a “B”, con conseguente minore tasso d’interesse. La regola generale, infatti, prevede che all’aumentare

della classe di *rating* diminuiscano le probabilità di *default*, comportando di conseguenza la diminuzione del tasso di interesse applicato.

Solitamente, si usa distinguere le varie classi di *rating* in due macro-categorie:

- i. le obbligazioni con *rating* superiore a “Baa” (per Moody’s) o “BBB” (per S&P’s e altre) sono considerate *investment grade bond* o “a basso rischio”;
- ii. le obbligazioni con *rating* inferiore sono dette *speculative grade bond* ossia “ad alto rischio”. Queste ultime, infatti, sono spesso chiamate anche “obbligazioni spazzatura” (*junk bond*) e proprio in virtù dell’alta rischiosità sono obbligazioni caratterizzate da un alto tasso di rendimento (*high yield bond*).

La variazione della classe di *rating* da una macro-categoria all’altra non rileva solo ai fini del diverso tasso d’interesse associato: già il mero annuncio da parte delle agenzie di un probabile cambiamento di questo tipo determina un forte effetto nell’oscillazione dei prezzi, anche in forza delle importanti applicazioni regolamentari che deriverebbero dal passaggio dall’*investment* allo *speculative grade*. In particolare, per le imprese risulta di cruciale importanza ottenere un *rating* ricompreso nella prima categoria, proprio perché per gli emittenti classificati “ad alto rischio” la normativa di settore richiede l’accantonamento di quote di capitale in misura maggiore rispetto al livello minimo, oppure ne vieta direttamente l’acquisto di titoli da parte di talune categorie di investitori.

Al di là di tale “intuitiva” *summa divisio* (e delle relative conseguenze che l’assegnazione ad una o all’altra macro-area in punto di regolamentazione), esistono diversi livelli o classi di *rating* per cui non risulta così piana l’individuazione e, soprattutto, la comprensione in caso di variazione all’interno della stessa macro-categoria.

Un primo passo, come sopra anticipato, nella validazione di un sistema di *rating* e nella valutazione circa la correttezza delle relative previsioni consiste nella costruzione di un sistema di *back-testing* che coinvolga tutte le classi di *rating*. In questo contesto, si potrà verificare se nel passaggio dalle classi migliori (più elevate) alle peggiori (più basse) aumenti progressivamente la quota di emittenti andati in *default* rispetto a quelli non andati in *default*.

Se l’assegnazione del *rating* è stata accurata, allora gli emittenti e le emissioni con *rating* più elevato (es. da “AAA” a “AA”) andranno in *default* meno frequentemente di quelli con *rating* più bassi (come “B” o “CCC”). Le analisi sui tassi di *default* e sulle variazioni dei *rating* nel corso del tempo si basano sulla metodologia dei “portafogli statici”.

Il portafoglio statico è un campione osservabile di debitori o titoli, selezionati (dalle agenzie medesime) in base alla categoria di *rating* ed è ‘statico’ nel senso che la composizione

dei partecipanti rimane costante nel tempo, di modo che sia possibile pre-determinare una base di riferimento per i cambiamenti di *rating* nell'ambito dello stesso gruppo di emittenti o emissioni. In sostanza, i portafogli sono creati selezionando emittenti e titoli per classi (es. portafoglio “AAA”) all’inizio di ogni anno incluso nello studio ²⁵⁷ e quando si verifica un *default*, esso viene assegnato retrospettivamente a tutti i portafogli statici di cui faceva parte l'emittente (o l'emissione) in *default* negli anni precedenti.

Per ciascun portafoglio l'agenzia calcola il “tasso marginale annuo di *default*”, ossia le probabilità di *default* – espresse in forma percentuale per il primo anno, per il secondo anno e così via, – rispetto al numero totale degli emittenti (o emissioni) ricompresi all'interno del campione (*i.e.*, dello stesso portafoglio). In breve, il “tasso di *default*” annuale (ossia, calcolato su un lasso di tempo di un anno dal momento della predizione) si calcola come media di ciò che è accaduto, anno per anno, su un dato orizzonte temporale più o meno ampio.

Per esigenze di chiarezza espositiva, si riporta nella TABELLA 3 il tasso di *default* annuale dei debitori che presentavano una determinata classe di *rating* al primo gennaio 2012, ottenuto quale media degli eventi di *default* verificatisi dal 1981 al 2011. In questo caso, il tasso di *default* storico si riferisce al *global corporate*, ossia a un campione di soggetti retati in tutto il mondo costituiti da imprese non finanziarie e istituzioni finanziarie.

I tassi di seguito indicati rappresentano per *ogni classe di rating* le *probabilità* dei debitori di andare incontro al *default*. Ad esempio, per le imprese rientranti nella classe “AA” il tasso medio cumulato di *default* è pari allo 0,01% dei componenti della classe medesima (casella in verde), mentre per le imprese incluse nel portafoglio “CCC/C” le probabilità saranno del 23,41% (casella in rosso).

²⁵⁷ A titolo esemplificativo, un emittente o un titolo a cui è stato assegnato un *rating* nel 2006, per esempio, verrà inserito per la prima volta in un portafoglio statico nel 2007. Negli anni successivi gli emittenti o le emissioni continueranno ad essere seguiti nel portafoglio statico per ogni anno in cui viene loro assegnato il *rating*.

	Previsioni al 1° gennaio 2012																
Tasso di default storico (%)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C
	0,00	0,00	0,01	0,02	0,05	0,07	0,07	0,16	0,25	0,30	0,63	0,86	1,42	2,41	6,98	9,80	23,41

TABELLA 3. Probabilità di default associate alle singole classi di rating²⁵⁸

Dal tasso storico riportato in percentuale, si evince che un investitore che compri, ad esempio, titoli aventi *rating* BBB- è in grado di sapere che “solo” lo 0,30% delle imprese valutate con quello stesso *rating* (casella in giallo) andranno incontro al *default* entro l’anno 2012 (approssimativamente tre su mille). Come a dire che se l’investitore in questione «ha comprato i titoli di un singolo emittente BBB-, potrà ritrovarsi in mano [i titoli di] uno tra i 997 emittenti non andati in *default*, oppure uno tra i 3 emittenti andati in *default*»²⁵⁹.

Come detto, tale misura indica una *media* delle probabilità (calcolata sull’insieme degli anni 1981-2011) che le imprese con quella data classe di *rating* vadano in *default* nell’orizzonte temporale di un anno. Ne deriva che, trascorso l’anno, l’investitore che ha acquistato *una tantum* i titoli di un’unica impresa non potrà mai riscontrare il tasso storico indicato (*i.e.* 0,30%) sul proprio investimento.

Sul punto, è bene svolgere due ordini di considerazioni.

In primo luogo, se si ha riguardo ad un *singolo* investimento relativo ad un *singolo* emittente, la valutazione *ex post* sul *default* non potrà che essere posta in termini dicotomici: l’evento-*default* dell’emittente in questione o si è verificato, oppure no. In entrambi i casi, paradossalmente, il *rating* potrebbe considerarsi sbagliato: infatti, se il debitore è andato in *default*, allora esso risulterà errato per aver sottostimato il rischio; viceversa, nel secondo caso, potrà essere considerato inesatto per aver sovrastimato il rischio medesimo. Per poter leggere correttamente il tasso storico di *default* associato alla classe “BBB-” e poter concretamente ravvicinare il proprio investimento ad esso (evitando quindi di andare incontro all’evento dicotomico affidandosi alla provvidenza) l’investitore dovrà investire in *più emittenti* classificati “BBB-”.

²⁵⁸ Fonte: Dati *Default, Transition and Recovery. 2011 Annual Global Default Study and Rating Transitions*, marzo 2012 disponibili sul sito di Standard & Poor’s, www.standardandpoors.com (ora Standard & Poor Global Ratings, www.spglobal.com), elaborati da DE LAURENTIS G., *op. cit.*, p. 108

²⁵⁹ *Ibidem*.

Non solo. In secondo luogo, lo stesso investitore dovrà tenere presente che per poter effettivamente osservare quel dato tasso storico sul proprio investimento, costui dovrà diversificarlo investendo sì su più emittenti con uguale *rating* ma anche *su più anni*.

Restando all'esempio di cui sopra, infatti, acquistando titoli di più imprese classificate "BBB-" in unico anno, l'investitore potrebbe riscontrare un 'proprio' tasso di *default* molto diverso dallo 0,30%. Nella TABELLA 4 sono riportati i tassi annuali di *default* associati alle varie classi di *rating*. Si può osservare come il tasso di *default* 'personale' dell'investitore potrebbe essere pari tanto allo 0,00% (tasso di *default* degli emittenti "BBB-" registratosi negli anni 1981-1982), quanto all'1,32% (come registratosi nel 2002 per gli emittenti con il medesimo *rating*).

Tra l'altro, è bene precisare che anche nelle classi più elevate di *rating* (quali, "AAA" o "AA+") si verificano casi di *default*, ma gli stessi sono talmente rari rapportati al periodo di osservazione che l'arrotondamento al secondo decimale del tasso non li rende visibili. Ciò a testimoniare il fatto che il *rating* resta una misura *ordinale*, che proprio in quanto tale è (al più) in grado di *ordinare*, esprimendo come si è visto una probabilità. Ne deriva che guardando *ex post* al singolo caso la probabilità risulterà sempre sbagliata, per definizione.

La straordinaria capacità del *rating* di sintetizzare una vasta gamma di informazioni complesse insieme con l'intuitività della scala delle classi non deve portare l'investitore (in particolare, quello *retail*) a commettere l'errore di considerarlo una misura assoluta, in grado di predire quale singolo emittente andrà in *default* e quale no.

Dunque, può parlarsi di contenuto informativo del *rating* solo una volta chiaritane la chiave di lettura. Quando interpretato correttamente, esso può fornire indicazioni utili nelle scelte di investimento nel senso di 'equipaggiare' gli investitori con strumenti idonei a soppesare il rischio in un dato orizzonte temporale, non solo annuale ma anche (e più spesso) su orizzonti previsionali pluriennali ²⁶⁰.

²⁶⁰ Autorevole dottrina definisce i *rating* delle agenzie esterne quali «predittori di lunghissimo termine della qualità creditizia dei debitori», cfr. DE LAURENTIS G., *op. cit.*, p. 110.

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C
1981	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,28	0,00	0,00
1982	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,33	0,00	0,00	0,68	0,00	0,00	2,86	7,04	2,22	2,33	7,41	21,43
1983	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,33	2,17	0,00	1,59	1,22	9,80	4,76	6,67
1984	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,40	0,00	0,00	1,64	1,49	2,13	3,51	7,69	25,00
1985	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,64	1,49	1,33	2,59	13,11	8,00	15,38
1986	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,78	0,00	0,78	0,00	1,82	1,18	1,12	4,65	12,16	16,67	23,08
1987	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,83	1,31	5,95	6,82	12,28
1988	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,34	1,98	4,50	9,80	20,37
1989	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,91	0,78	0,00	0,00	0,00	2,00	0,43	7,80	4,88	33,33
1990	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,77	0,00	1,10	2,78	3,06	4,50	4,87	12,26	22,58	31,25
1991	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,84	0,74	0,00	3,70	1,12	1,05	8,72	16,25	32,43	33,87
1992	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,72	14,93	20,83	30,19
1993	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,92	0,00	1,30	5,88	4,17	13,33
1994	0,00	0,00	0,00	0,00	0,46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,86	0,00	1,83	6,58	3,23	16,67
1995	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,63	0,00	1,55	1,11	2,76	8,00	7,69	28,00
1996	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,88	0,65	0,55	2,34	3,74	3,92	4,17
1997	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	0,34	0,00	0,00	0,00	0,41	0,72	5,26	14,58	12,00
1998	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,27	1,04	0,68	1,06	0,72	2,58	7,56	9,46	42,86
1999	0,00	0,00	0,00	0,36	0,00	0,24	0,27	0,00	0,28	0,31	0,55	1,34	0,90	4,21	10,50	15,45	33,33
2000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,24	0,56	0,00	0,26	0,88	0,00	0,81	2,32	5,77	10,66	11,50	34,12
2001	0,00	0,00	0,00	0,00	0,57	0,48	0,00	0,24	0,48	0,27	0,51	1,21	6,03	5,96	15,68	23,31	45,87
2002	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,12	0,66	1,32	1,55	1,77	4,65	3,69	9,63	19,69	44,64
2003	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19	0,53	0,49	0,95	0,28	1,71	5,24	9,45	33,13
2004	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,66	0,77	0,46	2,70	2,84	15,56
2005	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,00	0,37	0,00	0,25	0,78	2,63	2,98	9,02
2006	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,37	0,00	0,49	0,55	0,80	1,57	12,38
2007	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,31	0,23	0,19	0,00	0,90	14,95
2008	0,00	0,00	0,44	0,40	0,31	0,21	0,58	0,19	0,59	0,72	1,18	0,65	0,65	3,04	3,39	7,56	26,00
2009	0,00	0,00	0,00	0,00	0,29	0,39	0,00	0,40	0,19	1,10	0,00	1,04	0,93	5,63	10,23	17,63	48,68
2010	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,80	0,36	0,53	0,00	0,69	2,07	22,07
2011	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	0,00	0,00	0,00	0,39	1,19	3,99	15,94
Av.*	0,00	0,00	0,01	0,02	0,05	0,07	0,07	0,16	0,25	0,30	0,63	0,86	1,42	2,41	6,98	9,80	23,41

TABELLA 4. Tassi annuali di default per classi di rating ²⁶¹ (*) Tassi medi di default (%)

²⁶¹ Fonte: *Default, Transition, and Recovery: 2011 Annual Global Corporate Default Study And rating Transitions*, marzo 2012, disponibile su www.standardandpoors.com, ora www.spglobal.com).

È fondamentale, allora, inquadrare tale strumento nell'esatta cornice, dando il giusto peso al fattore-tempo, *rectius* all'orizzonte temporale in cui esso si iscrive. Cionondimeno, sul tema del contenuto informativo dei *rating* la dottrina è divisa²⁶² e nonostante il proliferare degli studi sul punto, l'esatto valore informativo resta tutt'ora una questione aperta. Basti pensare a cosa accadde quando nel 1982 Moody's introdusse una variazione nella propria scala dei *rating*, modificando leggermente le classi: in quell'occasione si osservò una conseguente variazione dei prezzi dei titoli obbligazionari, sebbene non vi fosse stato alcun cambiamento sotto il profilo dei rischi sottostanti²⁶³.

Esistono, però, degli strumenti per valutare la qualità dei *rating*, in particolare per misurarne quantitativamente le *performance* predittive.

²⁶² Cfr., tra gli altri, BOOT A., MILBOURN T. e SCHMEITS A., *Credit Ratings as Coordination Mechanisms* in *Review of financial studies*, vol. 19, issue 1, 2006, 101-103 e MICU M., REMOLONA E. e WOOLDRIGE P., *The price impact of rating announcements: which announcements matter?* *BIS Working Papers*, n. 207, June 2006, 3-6. Uno tra i primi studi sul punto è stato condotto da PARTNOY F., il quale da subito nettamente schierato su posizioni critiche nei confronti delle agenzie, ne ha sostenuto l'inutilità (se non la dannosità) in termini di contributo informativo addizionale nei confronti del mercato, vd., tra i tanti, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?...* *op. cit.*, 1999, pp. 619 ss. Meno critici in questo senso, KLIGER D. e SARIG O., *The Information Value of Bond Ratings*, in *The Journal of Finance*, vol. 55, issue 6, 2000, i quali dimostrano che le agenzie hanno un effetto informativo addizionale, seppur limitato.

²⁶³ Cfr. KLIGER D. e SARIG O., *The Information Value of Bond Ratings*, in *The Journal of Finance*, vol. 55, issue 6, 2000.

2. Come si valuta la qualità dei *rating* in termini di affidabilità e accuratezza: il coefficiente di Gini e le matrici di transizione

Come anticipato nel paragrafo precedente, un primo indice per valutare la qualità di un sistema di *rating* è dato dalla sua capacità discriminante, ossia nella capacità del sistema medesimo di ordinare progressivamente il rischio di insolvenza.

Infatti, una prima fondamentale verifica della tenuta del sistema in termini di affidabilità si basa sull'osservazione della tendenza generale dei tassi di *default*: se questi crescono al peggiorare delle classi di *rating* (dalla più elevata “AAA” alla più bassa “CCC/C”), allora l'assegnazione dei *rating* è in grado di discriminare, appunto, ordinando in modo crescente il livello di rischio.

In particolare, l'affidabilità e l'accuratezza delle *performance* predittive dei *rating* possono valutarsi tramite delle misure quantitative, utilizzate dalle agenzie medesime, dalle banche e dai diversi *supervisors*.

Il principale indicatore è il c.d. coefficiente di Gini (o *Gini ratio*) e rappresenta un'unità di misura compresa tra 0 e 1, in grado di quantificare le misure ordinali espresse dalle classi di *rating*. Infatti, onde validare il sistema dei *rating* (ma non solo)²⁶⁴, è necessario disporre di misure cardinali di rischio, rappresentate dalle probabilità di *default*. Queste, come detto, sono calcolate quale media dei tassi di *default* storici dei soggetti che sono stati collocati nelle diverse classi di *rating*.

Tale conversione di misure viene definita “*processo di quantificazione dei rating*”.

Nel momento in cui si svolgono tali valutazioni è allora necessario fare delle scelte (ad es. in relazione alla base di osservazione, decidere quali tipologie soggetti selezionare, di quale area geografica o settore, nonché in quale orizzonte temporale inquadrare l'analisi). Infatti, assodato che i cicli economici influiscono in maniera disforme sulle condizioni di mercato nelle varie aree geografiche, in settori di mercato eterogenei e in orizzonti temporali diversi, è utile osservare il comportamento dei soggetti valutati su lunghi periodi storici e

²⁶⁴ Il processo di quantificazione dei *rating* che permette di disporre di corrispondenti misure cardinali è necessario anche per le ulteriori applicazioni dei *rating*, quali il *pricing* di titoli o prestiti, oppure per la concreta applicazione delle formule (*sub specie, risk weighted functions*) utilizzate per il calcolo dei requisiti patrimoniali delle banche autorizzate ai metodi IRB (*Internal Rating Based*), ai sensi della normativa prevista dall'accordo di Basilea II.

verificare se, effettivamente, soggetti con *rating* simile, in aree territoriali e in settori di mercato differenti, presentano tassi di *default* simili.

Definiti tali confini, il coefficiente di Gini è in grado di sintetizzare il potere-ordinante dei *rating* attraverso una rappresentazione grafica della distribuzione percentuale cumulata dell'universo di emittenti ed emissioni per classe di *rating*, rispetto alla distribuzione cumulata dei *default* (meglio nota come “curva di Lorenz”).

La curva di Lorenz (FIGURA 1) si ottiene isolando un campione di emittenti cui sono state assegnate determinate classi di *rating* in un dato momento storico (t_0) in modo da selezionare un campione di soggetti, *rectius* debitori “classificati” osservabili nel passato. Successivamente, si ordinano i debitori retati dalla peggiore alla migliore classe di *rating* in maniera crescente (da “CCC/C” a “AAA”). Per ogni specifica classe di *rating* è possibile indicare un punto sul piano cartesiano, costruito ponendo sull'asse delle ascisse la percentuale cumulata dell'universo dei *rating* (i.e., la percentuale relativa all'intero mondo degli emittenti retati) e sull'asse delle ordinate la percentuale cumulata dei *default*.

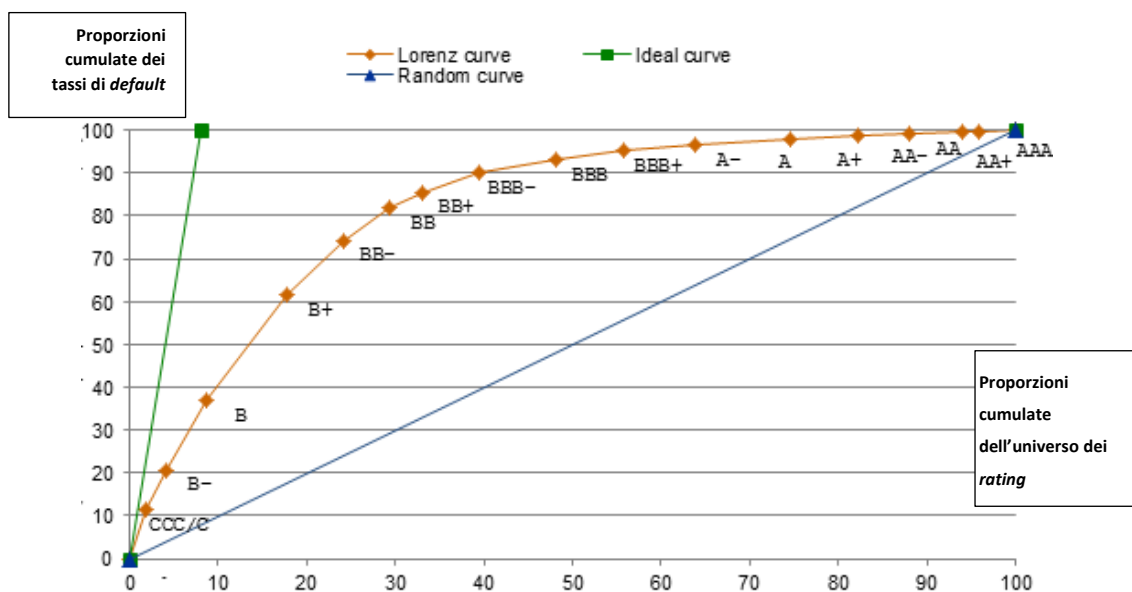


FIGURA 1. Curva di Lorenz sulle Performance relative del settore delle imprese a sette anni (1981-2012) ²⁶⁵

Nel grafico in esame, il campione è rappresentato dall'universo delle imprese retate osservate su un arco temporale che va dal 1981 al 2012 e la curva di Lorenz (in arancione)

²⁶⁵ Fonte: Standard & Poor's Global Fixed Income Research, Standard & Poor's CreditPro, in *Come si misurano affidabilità e qualità dei rating*, S&P's Rating Service (ora S&P Global Rating), 2013.

rappresenta la *performance* predittiva dei *rating* su un orizzonte temporale di sette anni (dalla data di previsione).

Ora, se il sistema fosse in grado di distinguere nettamente in termini dicotomici tra soggetti destinati al *default* e soggetti ‘immuni’ al *default* da qui a sette anni, allora il 100% dei *default* si concentrerebbe in un unico punto (quadrato in verde) che individua precisamente sull’asse delle ascisse la quota di emittenti con *rating* più basso coinvolti dal *default*, *rectius* esattamente la quota di soggetti andati in *default* rispetto al totale degli emittenti del campione considerato (nel grafico, circa l’8%). Tale curva ideale (in figura, la retta spezzata verde) avrebbe un unico snodo e dividerebbe quindi l’universo dei *rating* in due sole classi (*default*/non-*default*).

Al contrario, se il sistema non fosse per nulla in grado di discriminare attraverso le varie classi di *rating* il livello di rischio, allora la quota dei soggetti in *default* aumenta in modo direttamente proporzionale all’aumentare della quota di tutti i soggetti considerati. In tal caso, il sistema dei *rating* sarebbe totalmente casuale e sarebbe rappresentato dalla curva random (in figura, diagonale in blu).

La curva di Lorenz, come si evince dalla FIGURA 1, rappresenta un sistema reale di *rating* che si collocherà realisticamente nel mezzo. Da qui, l’analisi valutativa: quanto più la curva di Lorenz si avvicinerà alla curva ideale, tanto più la qualità del sistema *rating* sarà elevata e la *performance* predittiva accurata; viceversa, quanto più la curva arancione si allontanerà dalla spezzata verde e si avvicinerà alla diagonale blu (*random curve*), tanto più il sistema sarà di bassa qualità e la *performance* predittiva casuale.

Segnatamente, il coefficiente di Gini si ottiene dal rapporto tra:

- l’area compresa tra la curva di Lorenz (sistema di *rating* reale) e la diagonale random (sistema di *rating* casuale);
- l’area compresa tra la curva spezzata (sistema di *rating* ideale) e la curva di Lorenz (sistema di *rating* reale).

Come detto, il risultato di tale rapporto è un numero compreso tra:

- 0 (caso estremo in cui la curva di Lorenz si schiaccia sulla diagonale, per cui si avrebbe $0:1=0$);
- 1 (caso estremo in cui le due aree coincidono perfettamente, per cui si avrebbe $1:1=1$).

Dunque, un valore molto alto del *Gini ratio* (*i.e.*, prossimo all’unità) denota un’elevata qualità del sistema di *rating* analizzato in quanto più vicino a quello ideale; al contrario, un valore

prossimo allo zero rivela una scarsa affidabilità del sistema in esame perché non in grado di discriminare in base al livello di rischio.

Tale indicatore è esprimibile anche in termini percentuali. Nel grafico riportato in FIGURA 1, si mostra ad esempio che gli emittenti della classe di *rating* “BB+” e inferiori (*non investment grade*) rappresentano poco più del 33 % dell’universo dei *rating* e pesano per l’85,5% dei *default*, per tutti gli intervalli di 7 anni nel periodo tra il 1981 e il 2012.

Il coefficiente di Gini associato a questa misura della *performance* dei rating è stato del 70 %

²⁶⁶.

Un secondo indicatore, attraverso il quale misurare le *performance* predittive dei *rating*, sono le matrici di transizione o migrazione (o *transition matrices*).

Esse indicano le variazioni dei *rating* in un determinato arco temporale, mostrando *se e come* un determinato *rating* è stato modificato. In particolare, attraverso le matrici si tiene ‘traccia’ dei *rating*, verificando se un *rating* è migliorato (passando ad una classe più alta di quella di partenza), peggiorato (scalando ad una più bassa), oppure se è rimasto costante (invariato all’interno della stessa classe), o ancora se l’emittente o l’emissione hanno registrato un *default* o se, invece, il relativo *rating* è stato revocato (NR, come accade in occasione di fusioni).

In breve, dalle matrici di transizione si possono osservare le ‘migrazioni’ dei rating. In una situazione fisiologica, le migrazioni “verso lo stato di *default*” debbono essere crescenti al peggiorare della classe di *rating*, devono, al tempo stesso, essere tendenzialmente ‘stabili’, nel senso che le valutazioni dei *rating* non devono modificarsi con troppa facilità; infine, devono indicare una scarsa propensione alle variazioni ‘per gradino’ (ossia, migrazioni per salti tra classi di qualità creditizia più distanti da quella di origine). Restando allo stesso campione di debitori di cui alla FIGURA 1, si prenda in considerazione la matrice dei tassi di transizione di tutto il settore delle imprese nel 2012, sull’orizzonte temporale di un anno (TABELLA 5). Sull’asse verticale sono indicate le classi di *rating* ‘di partenza’ all’inizio dell’anno, mentre sull’asse orizzontale sono rappresentate le classi di *rating* alla fine dell’anno di osservazione.

²⁶⁶ Dai dati pubblicati da Standard and Poor’s può osservarsi come il coefficiente di Gini a un anno nel 2012 è stato pari all’ 89,5% (al sesto posto nella classifica in 32 anni di storia della banca dati di Standard & Poor’s), in *Come si misurano affidabilità e qualità dei rating*, S&P’s Rating Service (ora S&P Global Rating), 2013.

Da/a	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	87,50	12,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
AA	0,00	84,29	11,43	1,71	0,00	0,00	0,00	0,00	2,57
A	0,00	0,98	88,57	6,92	0,00	0,08	0,00	0,00	3,46
BBB	0,00	0,00	1,89	89,19	3,36	0,06	0,00	0,00	5,50
BB	0,00	0,00	0,10	4,39	80,71	7,07	0,10	0,29	7,35
B	0,00	0,00	0,00	0,20	3,67	79,67	4,21	1,50	10,74
CCC/C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	14,49	44,16	26,62	14,29

TABELLA 5. *Tassi di transizione del settore imprese nel 2012 (%)*²⁶⁷

Così, dalla lettura dei dati della matrice si nota come l'89,19% delle imprese aventi *rating* "BBB" nell'arco del 2012 sono rimaste invariate, solamente l'1,89% delle stesse ha subito una variazione in positivo del proprio *rating* di partenza (passando alla classe "A"), mentre il 3,36% è stata degradata alla classe immediatamente inferiore (ossia, "BB") e lo 0,06% alla seconda classe più bassa "B". Si legge, infine, che al 5,50% sul totale delle imprese è stato revocato il *rating* a fine anno (generalmente perché la società è stata acquistata oppure ha rimborsato tutte le obbligazioni).

Si possono allora verificare le condizioni o proprietà desiderabili in un processo di migrazione, quali sopra anticipate:

- effettivamente si nota come le migrazioni verso lo stato "assorbente" di *default* aumentano al diminuire della classe di *rating*;
- i valori sulla diagonale sono tendenzialmente alti, a dimostrazione del fatto che la matrice è stabile e – stante il sussistere della condizione a) – di conseguenza, i *rating* non sono 'volatili' (infatti, qualora la prima condizione non fosse rispettata la stabilità dei *rating* non sarebbe una proprietà positiva del sistema ma denoterebbe, al contrario, l'insensibilità al variare della qualità creditizia dei debitori);
- le migrazioni lungo la diagonale sono tendenzialmente decrescenti e gradualì, a riprova del fatto che le classi di *rating* migliori presentano una scarsa propensione alle migrazioni "troppo brusche" (*per salti* o *gradini*), proprio in quanto meno volatili rispetto alle classi inferiori.

Infatti, gli studi sulle matrici di transizione di Standard & Poor's hanno ripetutamente confermato che gli strumenti di debito della categoria *investment grade* hanno manifestato una minore volatilità di quelli della categoria *speculative grade*. Ne deriva che una maggior quantità

²⁶⁷ Fonte: Standard & Poor's Global Fixed Income Research, Standard & Poor's CreditPro, *op. cit.*, 2013.

di emittenti ed emissioni con *rating* “A” ha mantenuto lo stesso *rating* in un certo periodo, rispetto a quelli della classe “B” nello stesso periodo e che – come osservato – i *rating* di credito più elevati hanno una tendenziale volatilità inferiore a quella dei *rating* più bassi.

Orbene, una delle prime obiezioni sollevate dai non addetti ai lavori nei confronti dell'utilizzo di questa tipologia di misura quantitativa per la validazione dei sistemi di *rating* è l'*autoreferenzialità*.

I dati sopra riportati attingono tutti dai documenti annualmente pubblicati dall'agenzia Standard and Poor's (come anche dalle altre) in ossequio agli obblighi di *disclosure* loro imposti dalla regolamentazione. Con particolare riferimento alle matrici di migrazione, si potrebbe superficialmente obiettarne la scarsa attendibilità in funzione del fatto che è la stessa agenzia di *rating* a valutare l'opportunità o meno di modificare i propri *rating*, potendo astrattamente supporre che la stessa tenda a non effettuare modifiche (se non nei casi più eclatanti di modifica ‘obbligata’) per non aumentare volutamente la volatilità nella matrice.

In altri e più diretti termini: come possono le matrici dei tassi di transizione costituire un parametro oggettivo su cui misurare la *performance* dei *rating* di S&P's, se è la stessa S&P's a decidere se modificare o meno la classe di *rating* da essa assegnato?

Invero, la critica svela i limiti di conoscenza dei metodi di validazione nel loro insieme. *In primis*, quanto riportato nelle matrici di transizione è (o meglio, deve essere) sempre comparabile con i tassi di *default*. Infatti, ad esempio i valori dei tassi di *default* a un anno riportati per il 2012 coincidono con i valori riportati nella matrice sotto la voce *default* (colonna D). Dunque, l'indice quantitativo della matrice è ancorato al secondo indicatore (dato dai tassi storici di *default*) che la rende una misura (se non oggettiva) perlomeno ‘oggettivizzata’.

Come si è avuto modo di illustrare in precedenza, al momento della definizione dei *rating* tutte le emissioni sono assegnate alle diverse classi e, una volta trascorso un determinato intervallo temporale, le emissioni vengono riassegnate. In questa fase, tra le emissioni riassegnate, solo quelle che migrano da una classe all'altra importano un valore positivo alla matrice, la cui stabilità sarà ricavabile appunto da quanto il *rating* delle emissioni considerate sia rimasto invariato nel dato intervallo di tempo. Al tempo stesso, la bontà dei *rating* è misurata sulla base dei tassi di *default*, di modo che non pare possano sollevarsi dubbi sul fatto che l'agenzia abbia tutto l'interesse a ‘muovere’ l'emittente (o l'emissione) nella categoria più adeguata per minimizzare il rischio di errore, proprio perché lo spostamento di classe porta con sé l'ineliminabile “controindicazione” dell'aumento della volatilità della matrice.

Banalizzando, potrebbe immaginarsi tale processo come il gioco delle freccette, con l'ulteriore difficoltà di dichiarare prima quale casella del bersaglio si andrà a colpire con il dardo: se si centra la casella sbagliata si perdono punti, converrà allora sempre dichiarare la casella che più probabilmente la freccia andrà a colpire.

In sostanza, all'agenzia converrà spostare la classe di *rating* solo quando sia convinta che la probabilità di *default* è aumentata (o diminuita) talmente tanto che mantenere l'emittente (o l'emissione) in quella stessa classe comporterà un errore di valutazione maggiore di quello che si aspetta di commettere modificando la classe. Tra l'altro, nella matrice stessa è sempre riportata la c.d. *deviazione standard*, ossia un ulteriore indicatore utilizzato per monitorare la probabilità di scostamento dalla media di ogni singolo tasso del portafoglio statico. Non pare allora possa persuadere una critica di questo tipo.

3. Le metodologie dei processi di assegnazione dei *rating*

A questo punto, l'analisi dell'attività svolta dalle agenzie non poteva prescindere dall'esame dei processi di 'produzione' del *rating*.

Anche in questo caso, prima di poter sindacare sulla qualità (oltre che del prodotto finale) dei processi produttivi occorre sottrarsi dalle semplificazioni e comprendere come si giunge ad un determinato *rating*, attraverso quali informazioni e seguendo quali logiche.

3.1 Le diverse tipologie e modelli di *rating*

In prima battuta, è necessario distinguere tra *rating esterni*, *impliciti* e *interni*. Sui primi non occorre fornire ulteriori definizioni perché sono quelli elaborati da società specializzate, le agenzie di *rating*, appunto, oggetto della presente trattazione.

I *rating impliciti*, invece, sono quelli 'desunti' (da qui, la definizione «impliciti») dai dati di mercato del debitore e per la relativa determinazione sono richiesti azioni quotate, o obbligazioni con prezzi e tassi monitorabili, oppure – come più spesso accade – *CDS spread*

osservabili attraverso un *data provider*²⁶⁸. Naturalmente, tale tipologia di *rating* è determinabile solo per un numero ristretto di debitori in quanto basata sull'analisi di strumenti complessi generalmente riferibili solo a emittenti di grandi dimensioni.

I *rating interni* sono quelli emessi dalle banche attraverso l'uso di proprie metodologie c.d. “a base quantitativa”, ossia basati su approcci prettamente statistici. Il contenuto informativo e i metodi di quantificazione delle tre tipologie di *rating* sono in buona sostanza molto simili, quello che cambia è il contenuto *predittivo*. Sono stati condotti molti studi²⁶⁹ per rispondere all'interrogativo su quale metodologia e quale soggetto (agenzia esterna, corsi azionari, *credit spread*, *CDS spread* o banche) sia in grado di fornire predizioni più attendibili. In altre parole: esiste un'alternativa alle agenzie di *rating*?

Per rispondere al quesito, occorre fare un secondo distinguo. I *rating* delle agenzie sono classificabili come *rating TTC*, ossia *through the cycle* perché prendono in considerazione la qualità creditizia dei debitori in relazione all'intero ciclo economico e settoriale previsto. In breve, i *rating TTC* sono più stabili e contribuiscono a ridurre il fenomeno del c.d. *rating reversal*, ossia quando le variazioni di *rating* contraddicono cambiamenti precedenti su orizzonti temporali brevi. Tale caratteristica incarna uno specifico obiettivo delle agenzie esterne, cioè evitare di alzare o abbassare i *rating* ai vari cambiamenti “di tipo congiunturale” della qualità creditizia del debitore, ossia quei cambiamenti considerati “normali” perché temporanei e reversibili. Un *rating TTC* viene modificato solo quando l'intera previsione del merito creditizio dell'emittente valutato nelle diverse fasi del ciclo dovesse abbassarsi (o alzarsi). Questo tipo di stabilità è fondamentale per conferire al *rating* delle agenzie la proprietà segnaletica che il mercato e le autorità (ancora) riconoscono loro.

Al contrario, i *rating* impliciti e interni sono detti PIT, *i.e. point in time*, perché registrano ogni minima variazione. La maggiore volatilità degli stessi – pur fornendo, come nel caso dei *CDS spread*, diversi segnali anticipatori con riguardo ai soggetti destinati al *default* – genera, al tempo stesso, un inevitabile e notevole numero di “falsi allarmi” a discapito dell'affidabilità delle *performance*. Con specifico riguardo ai *rating* impliciti, può dirsi che questi sono come

²⁶⁸ Sull'utilizzo dei *rating impliciti*, o meglio del *Credit spread* in sostituzione del servizio prestato dalle agenzie di *rating*, cfr. PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?... op. cit.*, pp. 706 ss. ma anche *What's (still) wrong with credit rating?* cit. pp. 1407 ss.

²⁶⁹ *Ib.*; CESARE A. *Do market-based indicators anticipate rating agencies? Evidence for international banks*, Temi di discussione, n. 593, maggio 2006; DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Bancaria Ed., 2011.

delle istantanee che fotografano ogni oscillazione, di conseguenza si rivelano inutili per tutte le scelte di investimento che involgano rischi su orizzonti temporali non brevi.

Non pare superfluo precisare che, per quanto attiene specificamente ai *rating* interni delle banche, svolgere delle analisi qualitative sulle *performance* predittive risulta impossibile perché in quanto “interni” i *rating* risultano frutto di metodologie che variano da istituto a istituto e, persino all’interno della banca medesima, possono essere utilizzati modelli diversi a seconda dei diversi settori e segmenti del mercato. In più, data la grande varietà della clientela la banca è pressoché impossibile garantire quell’uniformità dei soggetti necessaria – come si è visto – per selezionare i campioni osservabili. Da ultimo, ma non meno rilevante è il profilo legato alla riservatezza: infatti, le *performance* predittive dei *rating* interni sono considerate informazioni *riservate* (a differenza, di quelle sopra esaminate delle agenzie esterne). In ogni caso, dagli studi di settore è emerso che tali *performance* risultano essere buone nel breve periodo, *sub specie* se inquadrate sull’orizzonte temporale di un anno, ma degradano nettamente su periodo di tempo più prolungati.

Tale precisazione permette allora di inquadrare meglio anche un’ulteriore e molto frequente critica mossa alle *performance* predittive delle agenzie di *rating*, quando si lamenta la loro scarsa reattività in occasione del verificarsi di un *default*. In particolare, alle agenzie viene addebitato il fatto di non ‘reagire’ prontamente appunto degradando il *rating* in modo sufficientemente rapido ma graduale e, viceversa, di procedere al declassamento solo nei periodi immediatamente precedenti all’evento-*default*. All’opposto, per i *rating* relativi ai debiti sovrani – per il quali, fortunatamente, nella stragrande maggioranza dei casi il *default* non si verifica – i critici lamentano dei *downgrading* ingiustificati e/o troppo affrettati ²⁷⁰.

Dunque, per quanto qui di interesse, proprio onde poter valutare l’erroneità o l’inesattezza (anche in termini di tempestività) dell’operato delle agenzie di *rating* è fondamentale comprendere da un punto di vista logico – prima ancora che giuridico – le caratteristiche di tale modello di *rating*.

²⁷⁰ L’impatto dei *rating* (esterni) sui *sovereign debts* sarà oggetto di un’apposita trattazione (SEZ. III, CAP. III).

3.2 Il *judgment based approach* nell'assegnazione dei *rating*

In questa sede, si farà riferimento solo al procedimento di assegnazione dei *rating esterni*, ossia quelli elaborati dalle agenzie di *rating* (al più, prendendo occasionalmente in esame quelli *impliciti* e *interni* a scopo meramente comparatistico).

Com'è facilmente intuibile, il processo di formazione e assegnazione di un *rating* è estremamente complesso e implica la raccolta e successiva elaborazione di dati e informazioni di natura variegata. È bene sin da ora precisare che il modello di assegnazione usato dalle società esterne (C.R.A.) è diverso da quello usato dalle banche per l'elaborazione dei *rating interni*.

Il primo è detto “*judgment based approach*” ed è quello adottato da esperti in vari settori, proprio al fine di conferire un peso specifico non solo agli indici *quantitativi* (tipicamente i dati del bilancio) della situazione patrimoniale di un dato debitore, ma anche a quei fattori (detti *qualitativi*) legati ad aspetti non ‘processabili’ attraverso algoritmi. Infatti, l'elaborazione di informazioni anche di carattere soggettivo o qualitativo impedisce l'utilizzo di approcci e modelli ‘standardizzati’ puramente statistici, dovendosi necessariamente ricorrere a delle ‘semplici’ linee guida anziché a precisi algoritmi (come accade, appunto per i *rating interni* delle banche).

Ad una prima approssimazione, lo *statistical based approach* potrebbe apparire più affidabile di quello *judgment based* proprio in virtù di una intrinseca ‘oggettività’ del processo produttivo fondato sull'esclusivo uso di formule e algoritmi che mettono in rapporto evidenze quantitative. Invero, questo tipo di modelli è solo apparentemente meccanico e oggettivo: infatti, le scelte di campo da operarsi ‘a monte’ della processione dei dati nonché della costruzione stessa del modello statistico sono numerose e soprattutto dense di spazi di discrezionalità.

Ciò si evince anche chiaramente dalla circostanza che nell'accordo di Basilea II si è ritenuto molto più opportuno prevedere l'obbligo per le Autorità di Vigilanza di validare uno per uno i modelli adottati dalle singole banche, piuttosto che imporre in via regolamentare l'adozione di un unico modello ²⁷¹.

²⁷¹ DE LAURENTIS G., MAINO R., MOLTENI L., *Developing, Validating and Using Internal Ratings. Methodologies and Case Studies*, Wiley, 2010, *passim*; DE LAURENTIS G., GABBI G., *The model risk in credit risk management processes*, in (a cura di) G. N. GREGORIU, C. HOPPE, C. S. WHEN, *Model risk evaluation handbook*, Mc Graw Hill, 2010, *passim*.

Infine, con riferimento specifico alla metodologia propria dei *rating* impliciti (ossia, la deduzione delle probabilità di *default* dalle oscillazioni dei prezzi sui mercati) è stato lucidamente osservato che, sebbene in tale scenario il numero di variabili su cui fare ipotesi per pervenire al risultato finale è certo più limitato rispetto agli approcci *judgment* e *statistical* interni, «il peso di quelle assunzioni può risultare molto elevato»²⁷².

Venendo ora allo specifico *iter* del processo di assegnazione condotto dalle agenzie deve notarsi come (solo) all'indomani dell'introduzione della regolamentazione (statunitense prima ed europea – con il Reg. CE n. 1060/2009 – poi), si è proceduto a una sorta di armonizzazione delle linee guida al fine di soddisfare le esigenze di trasparenza richieste, in particolar modo riguardo alle metodologie e alle prassi di attribuzione. Non a caso, proprio sulla base di queste ultime si è resa possibile la valutazione delle *performance* delle agenzie di *rating* e dell'appropriatezza dei modelli da esse adottati.

Per questa ragione, oggi le procedure di attribuzione sono in buona sostanza simili per tutte le agenzie di *rating*.

In particolare, l'*iter* per l'assegnazione di un *solicited rating* prevede diverse fasi:

- a. la specifica richiesta dell'emittente;
- b. la creazione di una commissione *ad hoc* per l'assegnazione dello specifico *rating*;
- c. un numero variabile di incontri tra la commissione e il *management* dell'emittente per la raccolta di tutte le informazioni e i dati necessari per la valutazione dei piani finanziari e operativi della società, nonché delle politiche e delle strategie aziendali della stessa;
- d. l'analisi finanziaria e qualitativa ad opera della commissione;
- e. la riunione della commissione con votazione da parte dei membri sulla “proposta di *rating*”;
- f. la comunicazione in via riservata all'emittente-richiedente della proposta di *rating*;
- g. l'(eventuale) “procedimento di appello”, in cui l'emittente fornisce informazioni ulteriori nel caso reputi il *rating* proposto dalla commissione non adeguato a rispecchiare la sua qualità creditizia (solo nell'ipotesi di effettiva rilevanza la commissione procede ad una nuova votazione e alla modifica del *rating*);
- h. la pubblicazione del *rating*;

²⁷² DE LAURENTIS G., *op. cit.*, p. 133.

- i. il processo di sorveglianza, consistente in una revisione annuale (salvo il verificarsi di eventi particolari che possano influire sul merito creditizio dell'emittente retata). Nel caso in cui la commissione supponga che il processo di revisione possa verosimilmente portare ad una modifica (c.d. *credit outlook*) della classe di *rating* (anch'essa adottata a votazione), si parla di *rating watch*.

Gli aspetti da valutarsi nell'analisi economico-finanziaria sono molteplici, dovendosi tenere conto sia della salute finanziaria della società (es. valutare l'idoneità dei flussi di cassa e dei ricavi a far fronte alle obbligazioni emesse), sia la qualità delle attività e la liquidità della società medesima. Nella TABELLA 6 sono riportati i principali fattori qualitativi e quantitativi da analizzarsi nell'assegnazione di un *rating*.

RISCHIO ECONOMICO (FATTORI QUALITATIVI)	RISCHIO FINANZIARIO (FATTORI QUANTITATIVI)
<u>Prospettive di crescita</u> - del settore di operatività e delle tendenze - mutamenti tecnologici del settore - situazione delle imprese e paragone con i competitor <u>Fabbisogno di capitale</u> - grado di intensità del capitale fisso o circolante - fabbisogno di capitali aggiuntivi - fabbisogno di capitale per investimenti in R&R <u>Ambiente competitivo</u> - natura dei prodotti (differenziati o generici) - concorrenti (nazionali ed esteri) - barriere all'entrata - accesso agli input primari di produzione - ambiente regolamentare <u>Diversificazione e struttura proprietaria</u> - abilità nel gestire la diversificazione - solidità del legame con le imprese controllate e/o controllanti, inclusa analisi finanziaria, operativa, del management, del supporto tecnico e della R&R, posizione dell'impresa nel gruppo e sua dimensione relativa	<u>Adeguatezza dei flussi di cassa</u> - rapporti di copertura del tasso di interesse, EBIT e EBITDA - flussi di cassa operativi a servizio del debito <u>Struttura del capitale/protezione delle attività</u> - indebitamento (debito netto e totale come quota dell'attivo e del capitale) - struttura del debito <u>Profittabilità</u> - target finanziari specifici: ROE, ROA, rendimento sul capitale permanente - performance storica, attuale e prevista - performance attraverso i cicli economici - volatilità dei ricavi <u>Flessibilità finanziaria</u> - considerazioni su problemi legali, coperture assicurative, convenzioni sfavorevoli negli accordi relativi a prestiti, obbligazioni nei confronti delle entità affiliate

TABELLA 6. *Fattori qualitativi e quantitativi del procedimento di assegnazione del rating* ²⁷³

Dallo specchio di cui sopra, è possibile intuire la principale ragione della (ritenuta) validità intersettoriale dei *rating* emessi, garantita non dalla totale identità della metodologia usata, ma dalla circostanza che per ogni richiesta di emissione dovrà esserci un *analytical team*, composto da esperti in tanti settori quanti sono le aree e gli elementi informativi rilevanti nel caso di specie.

Ecco perché la raccolta di informazioni da parte delle agenzie è stata definita al tempo stesso strutturata/ripetitiva e puntuale/occasionale: infatti, da una parte, l'*iter* di assegnazione segue le stesse tappe e deve involgere tutta la panoramica di aspetti di cui alla TABELLA 6; dall'altra, in quanto processo "a base esperta" che necessita dell'intervento di più analisti specializzati in diversi settori, non si giungerà mai all'elaborazione di una "formula", standardizzata e perfettamente ripetibile in tutti i processi di assegnazione. In alcuni casi, saranno alcuni dei fattori qualitativi a predominare su quelli quantitativi (ad es. posizionamento competitivo dell'impresa o bassa propensione al rischio del *management* rispetto all'adeguatezza dei flussi di cassa), in altri, viceversa.

Ebbene, alla luce delle tematiche sopra esaminate, una delle diverse ripercussioni sul dibattito relativo alla regolamentazione delle agenzie è che il concetto di "*rating sbagliato*" non può considerarsi un dato di fatto e/o di partenza in quanto richiede di essere "riempito di significato" con motivazioni concrete caso per caso.

A ben vedere, tale terminologia risulta impropria, proprio perché – come poi confermato anche dal legislatore europeo – la sindacabilità sulla correttezza (*rectius* validità) del *rating* non può mai riferirsi al prodotto, ma deve necessariamente muovere da un rimprovero sulle modalità e sui processi di assegnazione, risolvendosi, in ultima analisi, in un'obbligazione di mezzi ²⁷⁴. Ed è proprio la regolamentazione delle procedure, dei relativi

²⁷³ FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, p. 70.

²⁷⁴ Il dibattito sulla controversa distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato ha radici profonde, che travalicano inevitabilmente i limiti del presente lavoro. Tuttavia, è d'obbligo il riferimento a MENGONI L., *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, fasc. I, pp. 185 ss.; mentre per la letteratura più recente si vd., tra gli altri, GORGONI M., *Dalla matrice contrattuale della responsabilità nosocomiale e professionale al superamento della distinzione tra obbligazioni di mezzi/di risultato* (nota a Cass. civ., Sez. un., sent. 11 gennaio 2008, n. 577), in *Resp. civ. prev.*, 2008, fasc. 4, pp. 856 ss.; DI MAJO A., *Le obbligazioni nel pensiero di Luigi Mengoni*, in *Eur. dir. priv.*, 2012, pp. 119 ss.; SICCHIERO G., *Dalle obbligazioni "di mezzi e di risultato" alle "obbligazioni governabili o non governabili"*, in *Contr. impr.*, 2016, fasc. 6, pp. 1391 ss.; DE LORENZI V., *Diligenza, obbligazioni di*

obblighi informativi e requisiti operativi, allora, a fornire all'interprete l'unico strumento (oggi condensato nell'all. III al reg. n. 462/2013) attraverso cui "leggere" e, in violazione del quale, motivare l'eventuale invalidità del servizio-*rating*.

4. L'attività di *rating* come servizio: ripercussioni sistematiche nel diritto dell'UE

La complessità della natura del *rating* inteso come *servizio*²⁷⁵ ha posto poi una serie di problematiche circa la compatibilità del quadro regolamentare emanato finora con i principi dei Trattati, in particolare con la libertà di circolazione dei servizi prevista dall'art. 56 TFUE.

In quanto sussumibile nel *genus* dei servizi, il *rating* può beneficiare della disciplina descritta negli artt. 56 e ss. TFUE anche alla luce del fatto che – secondo quanto disposto dal reg. (CE) n. 1060/2009 – i prestatori dei servizi possono essere *solo* persone giuridiche *stabilite* nel territorio dell'UE, per le quali dunque vale l'equiparazione della propria costituzione alla cittadinanza delle persone fisiche²⁷⁶.

mezzi e di risultato, in *Contr. impr.*, 2016, fasc. 2, pp. 456 ss. Sull'attualità del *discrimen* fondato sulla diversità di oggetto della prestazione, cfr., per tutti, FRANZONI M., *Le obbligazioni di mezzi e di risultato*, in (a cura di) *Le obbligazioni in generale*, vol. II, Torino, UTET, 2004, pp. 1139 ss.

²⁷⁵ L'art. 57 TFUE stabilisce che «*ai sensi dei trattati, sono considerate come servizi le prestazioni fornite normalmente dietro retribuzione, in quanto non siano regolate dalle disposizioni relative alla libera circolazione delle merci, dei capitali e delle persone. I servizi comprendono in particolare: a) attività di carattere industriale, b) attività di carattere commerciale, c) attività artigianale, d) attività delle libere professioni*». Ai fini della configurabilità del *rating* come servizio un ruolo fondamentale gioca l'avverbio "*normalmente*" onde giustificare la sussumibilità nel *genus* anche per le ipotesi di *rating unsolicited*, prestati spontaneamente e gratuitamente dalle agenzie.

²⁷⁶ In particolare, ai sensi dell'art. 56 TFUE «*le restrizioni alla libera prestazione dei servizi all'interno dell'Unione sono vietate nei confronti dei cittadini degli Stati membri stabiliti in uno Stato membro che non sia quello del destinatario della prestazione*». In altri termini, per poter beneficiare di tale libertà il legislatore europeo richiede che il prestatore di servizi sia *cittadino* di uno Stato membro e che sia *stabilito* in uno Stato membro *diverso* da quello di destinazione del servizio (aspetto transfrontaliero della circolazione). Dunque, dal combinato disposto dell'art. 54 TFUE e dell'art. 3, par. 1, lett. b) del reg. CE n. 1060/2009 si evince che le agenzie di *rating* che siano persone giuridiche *costituite* conformemente alla legislazione di uno Stato membro e *stabilite* nell'UE sono equiparate – ai fini dell'applicazione delle disposizioni in materia di stabilimento e circolazione dei servizi – alle persone fisiche aventi la cittadinanza degli Stati membri.

L'aspetto transfrontaliero della circolazione è del resto una componente ineliminabile del *rating*: i prodotti finanziari sono scambiati in un mercato finanziario globalizzato dagli operatori originari di diversi Paesi, dunque un *rating* attribuito da un'agenzia in Italia relativo a un'emittente italiana può assumere valore anche al di fuori dei confini nazionali nel caso, ad esempio, in cui le banche di altri Stati membri dell'UE debbano servirsene per ponderare il rischio legato al calcolo dei propri requisiti minimi di capitale. Il *rating*, in sintesi, circola parallelamente all'oggetto del proprio giudizio.

Come la transnazionalità del *rating* appare incontenibile entro i confini nazionali (si parla di *rating* 'europeo' o dalla nazionalità 'eurocentrica')²⁷⁷, così lo è anche entro confini europei. Ciò si è ben presto manifestato nell'esigenza di prevedere un sistema regolatorio *internazionale* attraverso forme di coordinazione e stretta collaborazione fra le Nazioni, finalizzate alla circolazione nel mercato interno di servizi di *rating* extra-UE.

Tra le forme di coordinazione accolte, il meccanismo dell'equivalenza disciplinato dall'art. 5 del reg. n. 1060/2009 è quella che ha sollevato maggiori dubbi di compatibilità con le norme che regolano il funzionamento dell'Unione.

L'art. 56 TFUE, al par. 2 ammette la possibilità di estendere il beneficio della libera circolazione all'interno del territorio UE anche a servizi prestati da stranieri, purché vengano rispettati due criteri: a) che l'ampliamento di tale libertà sia deliberato dal Parlamento europeo e dal Consiglio con *procedura legislativa ordinaria*; b) che il prestatore di servizi, cittadino di un Paese terzo, sia *stabilito* all'interno dell'Unione.

Nulla quaestio sul rispetto del requisito formale, posto che il meccanismo di certificazione di equivalenza è previsto dall'art. 5, al par. 4 del regolamento, dunque adottato nel rispetto della procedura legislativa ordinaria ai sensi dell'art. 294 TFUE.

²⁷⁷ Il campo di applicazione della disciplina comunitaria in materia di *rating* risulta molto più ampio rispetto a quello della normativa statunitense, che si rivolge esclusivamente ai *rating* emessi a fini regolamentari. Il cit. reg. CE del 2009, invece, abbraccia *tutti* i *rating* (sia quelli emessi per essere comunicati al pubblico, sia quelli emessi per essere distribuiti tramite abbonamenti, riferendosi al vecchio modello dell'*investor pays*), di modo che per poter essere utilizzati nell'ambito dell'UE questi dovranno necessariamente essere emessi da agenzie formalmente *registrate* presso l'ESMA. Tale armonizzazione della disciplina (anche a seguito delle modifiche introdotte dal reg. UE n. 513/2011 in tema di vigilanza) ha radicalmente modificato la natura del *rating*, rendendolo un servizio «*originariamente sovranazionale, non nazionale e circolante a livello transnazionale*». In tal senso si è parlato, appunto, di un servizio «*EU-centric and departing from the home country control principle*», cfr. URBANI F., *La dimensione sovranazionale del rating: regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Dir. del Comm. Internazionale*, 2015, fasc. 2, p. 587.

Dal punto di vista sostanziale, invece, si registra un vero e proprio sradicamento del requisito dello stabilimento, in quanto il cit. art. 5 consente ai *rating* emessi in un Paese terzo di circolare liberamente anche in assenza dello stabilimento del prestatore, in virtù di una dichiarazione di “*equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza*” tra l’ordinamento d’origine e quello europeo.

A differenza del meccanismo dell’avallo (previsto dall’art. 4, par. 3-5 dello stesso reg.), in questo caso non si richiede nemmeno una connessione soggettiva “debole” tra l’agenzia straniera e l’UE, potendo addirittura la prima essere totalmente esentata *«dal requisito della presenza fisica nell’Unione Europea ove tale requisito risulti eccessivamente oneroso e non proporzionato in considerazione della natura, portata e complessità della sua attività e della natura e della gamma dei rating emessi»*.

L’intenzione di espandere il mercato interno (nel caso in esame di prestazione di servizi) e di abbattere le barriere normative – in nome di un più generale obiettivo di sviluppo economico e/o di una più rapida ripresa economica – non può non fare i conti con le norme che regolano il funzionamento dell’Unione.

Invero, guardando alla *ratio* dello stabilimento nell’UE, non pare irragionevole prevedere una concreta connessione del prestatore di servizi con il territorio dell’Unione; una connessione tale da poter non solo garantire un effettivo potere di controllo dell’Autorità sullo svolgimento dell’attività delle agenzie, ma anche – in ultima istanza – prevedere una tutela effettiva nei confronti degli investitori in caso di situazioni patologiche e ricorso al contenzioso.

CAPITOLO III **LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI *RATING***

SEZIONE I **LA RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE**

SOMMARIO: 1. Il contratto di *rating* – 2. Lo *standard* di diligenza esigibile dall'agenzia di *rating* e l'interesse dell'emittente al corretto adempimento – 2.1 L'irrelevanza del dolo della committente nell'accertamento dell'inadempimento dell'agenzia – 3. Il danno da inadempimento dell'agenzia di *rating*: la configurabilità del concorso colposo del creditore e l'onere probatorio dell'emittente nell'art. 35-*bis* del regolamento (punti di frizione con l'art. 1218 c.c.) – 4. Spunti sistematici sulla pratica dei *rating* “non richiesti” – 4.1 Abuso di posizione dominante collettiva o somma di posizioni dominanti individuali (art. 102 TFUE) – 4.2 Abuso di dipendenza economica (art. 9 l. subf.)

1. Il contratto di *rating*

Nei capitoli precedenti si è dato atto di come l'emissione di *rating* sul merito creditizio di una determinata società emittente (*issuer rating*) o su una particolare obbligazione finanziaria (*issue rating*) sia solitamente “richiesta” dalla società medesima.

Richiedere il *rating* è cruciale per tutti gli emittenti che vogliano accedere ai mercati finanziari e ottenere capitali – come si è visto – ad un costo inferiore rispetto a quello che dovrebbe sostenersi ricorrendo al canale del finanziamento bancario.

Dunque, il rapporto che viene ad instaurarsi tra la società richiedente e l'agenzia specializzata muove, per l'appunto, dalla richiesta della prima, generalmente formalizzata in una *engagement letter* (o lettera di incarico). Con la firma dell'*engagement letter* l'agenzia di *rating* si obbliga a raccogliere tutte le informazioni utili alla valutazione e, di seguito, all'emissione di un giudizio indipendente sul rischio di credito dell'emittente (e/o di suoi titoli); di contro, la committente si obbliga al pagamento di un corrispettivo in denaro.

Senza dubbio, si tratta di un rapporto *fiduciario*, in cui – quantomeno in linea teorica – la controparte soggetta a valutazione tecnica ha tutto l'interesse a collaborare con i professionisti incaricati, cui si “affida” proprio in virtù dell’“autorevolezza” (*rectius*, reputazione) di questi, onde ottenere un giudizio più rispondente possibile alla sua situazione patrimoniale e finanziaria.

L'esistenza di agenzie specializzate, che svolgono tale attività di osservazione-segnalazione e monitoraggio, fa sì che gli emittenti siano consapevoli di essere osservati e

proprio tale consapevolezza dovrebbe disincentivarne i comportamenti opportunistici. Con la richiesta di ottenere un *rating*, allora, «l'emittente segnala che non ha nulla da nascondere; al contrario, non richiedendolo segnala che potrebbe avere qualcosa da nascondere»²⁷⁸. In breve, l'interesse contrattuale dell'emittente – si è detto – sarebbe rivolto ad avere un *rating* corretto, non un *rating* favorevole²⁷⁹.

Allo stesso tempo, in modo speculare, il *team* di esperti avrà tutto l'interesse a fornire al cliente una valutazione obiettiva, che – in forza del meccanismo reputazionale citato – dovrebbe essere immune da indebite “pressioni” o interferenze, volte all'ottenimento di giudizi più “benevoli” da parte del soggetto valutato.

Com'era prevedibile, trattandosi di fattispecie non espressamente prevista dal legislatore nazionale, dottrina e giurisprudenza si sono da subito interrogate sulla *natura* del contratto di *rating*: in particolare, se lo stesso presentasse caratteri peculiari tali da doversene desumere una sua necessaria atipicità; o, viceversa, se potesse essere ricondotto ad uno schema negoziale tipico.

Pur riconoscendo le peculiarità dell'attività svolta dalle agenzie di *rating* (anche – e soprattutto – rispetto ad altre figure specializzate operanti nell'ambito della circolazione dell'informazione economica, quali, tra tutte, le società di revisione), nella celebre sentenza n. 8790 del 2011 (meglio nota come “caso Parmalat”), il Tribunale di Milano ha ritenuto più conforme la seconda ipotesi, qualificando il rapporto intercorso tra la società Parmalat (*sub specie*, Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a.) e The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill s.a. – rispettivamente, divisione italiana e francese dell'agenzia di *rating* Standard & Poor's – come contratto di *prestazione d'opera professionale*.

La vicenda processuale – costituente, peraltro, il primo precedente in materia di responsabilità civile delle agenzie di *rating* – scaturiva dall'azione promossa dall'amministratore straordinario della Parmalat nei confronti delle due divisioni di S&P's, con la quale si chiedeva la condanna al risarcimento dei danni derivati alle società attrici (nonché alla massa creditoria), a causa dell'inadempimento delle convenute alle obbligazioni scaturenti dai contratti di *rating*, stipulati tra il 2.6.2000 ed il 13.2.2003.

Nella motivazione, dopo aver ricostruito il processo di assegnazione di un *rating* e delineato il quadro istruttorio scaturente dalla consulenza tecnica d'ufficio, il giudice

²⁷⁸ FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, p. 53.

²⁷⁹ *Ibidem*. Sulle opinioni contrarie, per quanto riguarda l'interesse *in concreto*, si vd. *infra* § 2.

prendeva posizione in ordine alla qualificazione del rapporto tra le controparti: «il contratto di *rating* – si legge – non è soggetto ad una specifica disciplina contrattuale ma è riconducibile nell'alveo della prestazione professionale»²⁸⁰.

In ordine alla natura del contratto di *rating*, l'indicazione fornita dal Tribunale milanese è stata accolta dalla dottrina largamente maggioritaria, ritenendosi superata da tempo l'obiezione di quanti, in virtù del principio della personalità della prestazione, opponevano l'incompatibilità della forma societaria a struttura complessa (peraltro, nel caso delle agenzie di *rating* di dimensioni globali) con l'esercizio di una professione intellettuale

²⁸¹.

Eppure, sebbene sulla riconducibilità del fenomeno del *solicited rating* allo schema contrattuale di cui all'art. 2230 c.c. vi sia stata da subito univocità di vedute²⁸², lo stesso non può dirsi in ordine all'esatta individuazione dei presupposti di una responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti della società committente: in particolare, sull'effettivo contenuto delle obbligazioni assunte dall'agenzia nei confronti della contraente e su come debba intendersi l'interesse di quest'ultima al corretto adempimento della prestazione.

²⁸⁰ Trib. Milano, Sez. IV, sent. 1° luglio 2011 n. 8790, in *DeJure*.

²⁸¹ Sul punto, già BUSSOLETTI M., *Società di revisione*, cit., pp. 1089 ss.; MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.*, 2012, fasc. 5, p. 354, dove si richiamano i diversi interventi legislativi a partire dalla L. 11.2.1994 n. 109 (c.d. «legge Merloni») che ha consentito la costituzione, anche sotto forma di società di capitali, di società di progettazione costituite tra professionisti (c.d. «società di *engineering*»), passando poi – con l'introduzione dell'art. 24 della L. 7.8.1997 n. 266 (c.d. «legge Bersani») – all'abrogazione dell'art. 2, L. 23.11.1939 n. 1815, che vietava, per l'appunto, l'esercizio dell'attività professionale in forma societaria.

²⁸² Cfr., tra gli altri, PARMEGGIANI F., *op. cit.*, pp. 132 ss.; GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit.; p. 416; DI DONNA L., *op. cit.*, pp. 275 ss.; FACCI G., *op. cit.*, pp. 179 ss.; SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 310 ss.; CAPRIGLIONE F., *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, fasc. 1, pp. 54 ss.; MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, cit., pp. 355 ss.

2. Lo *standard* di diligenza esigibile dall'agenzia di *rating* e l'interesse dell'emittente al corretto adempimento

L'inquadramento del contratto di *rating* come prestazione d'opera professionale impone il richiamo all'art. 1176, comma 2, c.c., per cui nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio dell'attività, la *diligenza* dell'agenzia «dovrà valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata»²⁸³.

Ai fini e nell'economia del presente lavoro, non ci si soffermerà sulle molteplici questioni poste dal ruolo che l'ordinamento giuridico assegna alla diligenza nella disciplina delle obbligazioni né, tantomeno, sulle problematiche relative alla sua classificazione come «concetto elastico»²⁸⁴ o «clausola generale»²⁸⁵.

²⁸³ Sul punto, *ex multis*, Cass. civ., Sez. II, sent. 18 maggio 1988, n. 3643, in *Resp. civ. prev.*, 1989, p. 320; Cass. civ., Sez. II, sent. 11 agosto 1990, n. 8218, in *Italggiure*; Cass. civ., Sez. II, sent. 14 novembre 2002, n. 16023, in *Danno e resp.*, 2003, p. 256, (con nota di) A. FABRIZIO-SALVATORE, *L'avvocato e la responsabilità da parere*, dove i giudici specificano che l'adempimento professionale «deve essere rapportato alla natura dell'attività esercitata, onde la diligenza da impiegare nello svolgimento dell'opera prestata in favore del cliente è quella sulla quale questi può fare affidamento secondo un criterio di normalità, id est la diligenza posta nell'esercizio della propria attività dal professionista di preparazione tecnica e d'attenzione medie». Per giurisprudenza più recente, si vd. Cass. civ., Sez. III, ord. 6 luglio 2020, n. 13875, in *DeJure*; Cass. civ., Sez. III, ord. 7 novembre 2019, n. 28629, in *DeJure*; Cass. civ., Sez. II, sent. 16 febbraio 2016, n. 2954, in *DeJure*.

²⁸⁴ RODOTÀ S., *Diligenza (dir. civ.)*, in *Enc. Dir.*, vol. XII, Milano, 1964, p. 540. Nel riportare i chiarimenti della *Relazione al codice civile* n. 559, per cui il criterio della diligenza debba intendersi quale «misura del comportamento del debitore nell'eseguire la prestazione dovuta, [riassumendo] in sé quel complesso di cure e di cautele che ogni debitore deve normalmente impiegare nel soddisfare la propria obbligazione, avuto riguardo alla natura del particolare rapporto ed a tutte le circostanze di fatto che concorrono a determinarlo», l'A. descrive la diligenza come «espressione ellittica, eventualmente polisensa, volta ad individuare un metro di valutazione della condotta, rapportato ad una varietà di situazione di fatto».

²⁸⁵ In argomento, senza alcuna pretesa di esaustività, si vd. DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-1176*, in *Commentario cod. civ. Scialoja-Branca*, (diretto da) F. GALGANO, Bologna-Roma, Zanichelli-II Foro It., 1988, pp. 316 ss.; BIANCA C.M., *La responsabilità*, vol. V, 2° ed., Milano, Giuffrè, 2012, pp. 24 ss.; MENGONI L., *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, fasc. 5-6, pp. 185 ss.; D'AMICO G., *Negligenza (diritto civile)*, in *Digesto civ.*, vol. XII, Torino, UTET, 1995, pp. 26 ss.; RODOTÀ S., *Diligenza (dir. civ.)*, cit., pp. 539 ss.; SIRENA P., *Obbligazione (in generale)*, in *Enc. giur. Sole24Ore*, vol. X, Milano, 2007, pp. 157 ss. Nella letteratura più recente, cfr. DI LORENZO G., *Clausola sulla diligenza*, in (a cura di) M. CONFORTINI, *Clausole negoziali. Profili teorici e applicativi di clausole tipiche e atipiche*, vol. II, Milano, UTET, 2019, pp. 913 ss.

Basti qui ricordare che la diligenza, intesa come «qualificazione di un modo di agire, [e] non [quale] atteggiamento dello spirito» ²⁸⁶, costituisce il principale criterio di determinazione della prestazione e, al contempo, di valutazione dell'esattezza dell'adempimento, attraverso cui accertare la responsabilità del debitore *ex art. 1218 c.c.*, in un rapporto di reciproca integrazione.

Come noto, tale ultima norma pone una regola di responsabilità, il cui limite è costituito dall'impossibilità della prestazione, derivante da causa non imputabile al debitore ²⁸⁷. Tale l'impossibilità si considera *relativa* (o *relativizzata*), in quanto necessariamente commisurata ad uno sforzo – da parte del debitore medesimo – che possa dirsi *esigibile*, secondo il parametro di cui all'art. 1176 c.c. ²⁸⁸.

²⁸⁶ OSTI G., *Deviazioni dottrinali in tema di responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1954, p. 611.

²⁸⁷ In ordine al fondamento della responsabilità di cui all'art. 1218 c.c. e ai relativi rapporti con il dovere di diligenza posto dall'art. 1176 c.c., è appena il caso di segnalare l'antico dibattito tra teoria *oggettiva*, da una parte, e teoria *soggettiva* (*rectius* soggettive), dall'altra. Secondo la prima, il debitore va esente da responsabilità solo ove provi l'impossibilità della prestazione, da intendersi come «assoluta», perché derivante da causa «inevitabile ed insuperabile in via definitiva da qualsivoglia forza umana» (cfr. per tutti, OSTI G., *Deviazioni dottrinali in tema di responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, cit. pp. 593 ss.). Al contrario, per le seconde, tale responsabilità troverebbe il suo fondamento nella colpa, la cui sussistenza viene meno quando il debitore provi di aver osservato la diligenza richiesta. In quest'ultimo senso, la diligenza *esigibile* dal debitore va parametrata anche alla stregua del canone di buona fede oggettiva, per il tramite del quale il principio di solidarietà di cui all'art. 2 Cost. permea il diritto privato. In breve, essa fungerebbe anche da criterio di determinazione circa l'esattezza della prestazione, specificando che cosa si pretende dal debitore nelle normali o previste condizioni di attuazione dell'obbligazione. Di questo avviso, tra gli altri, BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, vol. I, *Prolegomeni: funzione economico-sociale dei rapporti d'obbligazione*, Milano, Giuffrè, 1953, pp. 111 ss.; MENGONI L., *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, cit. pp. 187 ss.; BIANCA C.M., *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario cod. civ. Scialoja-Branca*, sub artt. 1218-1229, Bologna-Roma, Zanichelli-II Foro It., 1967, pp. 79 ss.; GIORGIANNI M., *Inadempimento (Diritto privato)*, in *Enc. dir.*, vol. XX, Milano, Giuffrè, 1970, pp. 874 ss.; NATOLI U., *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, (già diretto da) A. CICU, F. MESSINEO, (continuato da) L. MENGONI, vol. XVI, t. 1, *Il comportamento del creditore*, Milano, Giuffrè, 1974, pp. 74 ss. Per una panoramica, cfr. ANZANI G., *Diligenza e figura del buon padre di famiglia tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale*, 2020, disponibile su www.ilcaso.it.

²⁸⁸ Cionondimeno, la stessa *Relazione al codice civile* (n. 559) cit. precisa come si tratti di un «criterio oggettivo e generale, non soggettivo e individuale: sicché non basterebbe al debitore, per esimersi da responsabilità, dimostrare di avere fatto tutto quanto stava in lui, per cercare di adempiere esattamente l'obbligazione».

Peraltro, quando l'obbligazione abbia ad oggetto – come nel caso del contratto di *rating* – una prestazione di carattere tecnico-professionale, «l'accertamento dell'inadempimento coincide con quello della negligenza, integrando la diligenza il parametro cui ancorare il giudizio sulla *conformità* della condotta del debitore all'obbligazione»²⁸⁹.

In questo senso, il secondo comma dell'art. 1176 c.c. individua un modello o *standard* di riferimento (c.d. diligenza *qualificata* o *professionale*) al cui interno sono da annoverare le regole della perizia²⁹⁰.

Più precisamente, il professionista diligente dovrà avere riguardo alle regole dell'arte, relative alla specifica attività che viene in rilievo, dovendo costui necessariamente presentare un adeguato bagaglio di conoscenze e competenze tecniche, onde poter eseguire esattamente la prestazione dovuta.

Nel caso delle agenzie di *rating*, il requisito del possesso di tali competenze tecniche – oltre ad essere implicito, come si è visto, nell'obbligo di registrazione – è stato oggetto di specifica disposizione da parte del legislatore europeo, come si evince dal dettato del *considerando* n. 31²⁹¹, nonché dall'apposita previsione contenuta nell'all. I, sez. A, del regolamento UE sui requisiti organizzativi delle CRAs²⁹².

²⁸⁹ DI LORENZO G., *Clausola sulla diligenza*, cit., p. 916 (cors. agg.).

²⁹⁰ Sull'unitarietà del concetto di diligenza previsto dall'art. 1176 c.c., cfr. per tutti D'AMICO G., *Negligenza (diritto civile)*, cit., p. 45, secondo il cui insegnamento «la cosiddetta “diligenza professionale” (e il concetto correlato di “colpa professionale”) è pienamente riconducibile alla generale nozione della “diligenza del buon padre di famiglia”, di cui rappresenta semplicemente una (sia pur importante) specificazione». Sulla necessaria distinzione tra il concetto di diligenza e quello di perizia, si vd. LEGA C., *Le libere professioni intellettuali nelle leggi e nella giurisprudenza*, Milano, Giuffrè, 1974, p. 955, dove l'A. osserva come «nella prassi professionale si può incontrare un professionista dotato di grande competenza tecnica, ma che si comporta a volte senza dimostrare zelo, cura, interesse, scrupolo o attenzione, cioè negligenza. Egli, dunque, è perito, ma non diligente. Al contrario vi può essere un professionista che non è dotato di grande perizia, eppure si comporta con molta diligenza, nel senso suaccennato».

²⁹¹ «Un'agenzia (...) dovrebbe assegnare alle sue attività di rating un numero sufficiente di dipendenti che abbiano conoscenze ed esperienze appropriate. È opportuno in particolare che l'agenzia di rating del credito garantisca l'allocazione di risorse umane e finanziarie adeguate all'emissione, al monitoraggio ed aggiornamento di rating» (*considerando* n. 31, reg. CE n. 1060/2009).

²⁹² «La maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, compresi i suoi membri indipendenti, ha conoscenze sufficienti in materia di servizi finanziari. Nella misura in cui l'agenzia di rating del credito emetta rating di strumenti finanziari strutturati, almeno un membro indipendente e un altro membro del consiglio di amministrazione debbono avere conoscenze approfondite ed esperienze ad alto livello dei mercati degli strumenti finanziari strutturati», cfr. all. I, sez. A, pt. 2, del reg. (UE) n. 462/2013.

Ebbene, il caso Parmalat ha rappresentato l'occasione per l'interprete di specificare, per la prima volta, in cosa debba consistere la prestazione dovuta dall'agenzia nei confronti della società committente e quale sia lo *standard* di diligenza esigibile dalla stessa.

Segnatamente, nel pronunciarsi sul lamentato inadempimento contrattuale dell'agenzia, il Tribunale di Milano osservava quanto segue: «è necessario (...) 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. È, in altri termini, necessario verificare se siano state rispettate quelle basilari regole in ordine alla completa acquisizione dei dati necessari alla corretta elaborazione del *rating* ed alla trasparente comunicazione del giudizio formato. In secondo luogo, occorre chiedersi se l'aver fornito, da parte dei dirigenti di Parmalat, dati falsati sia suscettibile di escludere l'inadempimento»

²⁹³.

In relazione al primo quesito, la risposta del giudice è stata netta, dichiarando che S&P's non abbia affatto usato la diligenza richiesta dall'art. 1176, co. 2, c.c., fornendo a sostegno di tale argomentazione una dettagliata rassegna delle violazioni, *sub specie* delle incongruenze e dei disallineamenti, operati dall'agenzia medesima rispetto ai suoi stessi criteri o procedure *standard* ²⁹⁴.

²⁹³ Trib. Milano, Sez. IV, sent. cit. (cors. agg.).

²⁹⁴ «In particolare, incongruenze metodologiche sono riscontrabili, in occasione del primo *rating* del 15.11.2000 (...), laddove S&P non aveva incluso tra i debiti la voce “debiti verso altri finanziatori”, non aveva apportato le rettifiche relative alle operazioni di cartolarizzazione ed agli effetti dello sconto, *nonostante essa stessa avesse indicato nei propri criteri l'importanza delle rettifiche rispetto a tali voci costituenti veri e propri finanziamenti fuori bilancio*; non aveva incluso nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie (...). Ulteriori, *significative variazioni di metodo* sono rilevabili in occasione del secondo *rating* del 2.8.2001 (...), laddove S&P era pervenuta ad una posizione finanziaria netta inferiore rispetto a quella calcolata dai C.T.U., poiché, *in assenza della benché minima giustificazione*, come anche per l'anno precedente, non aveva incluso tra i debiti la voce “debiti verso altri finanziatori”, non aveva apportato le rettifiche per le operazioni di cartolarizzazione e di anticipazione di effetti, né per le locazioni operative, contrariamente a quanto fatto nel 1999, provvedendo, invece, ad includere nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie, contrariamente a quanto fatto nel 1999. Quanto, invece, all'indice FFO/indebitamento finanziario netto, S&P aveva rideterminato l'indice relativo al 1999, ottenendo, in tal modo, un valore diverso, con conseguente miglioramento dell'indice per l'anno successivo, ossia per il 2000. *Stessa condotta non giustificata* è stata tenuta da S&P in occasione dell'attribuzione del terzo *rating* del 13.6.2002 (...), con l'esclusione, come per gli anni precedenti, dai debiti della voce “debiti verso

In proposito, la difesa della convenuta non ha mancato di ribadire come l'emissione di un *rating* su una società costituisca una valutazione tecnica di particolare complessità ²⁹⁵, per la cui corretta esecuzione il *team* di esperti, dovendo tener conto delle specificità legate alla singola entità valutata, ben possa adattare le metodologie di calcolo alle peculiarità che vengano via via in rilievo. In altre parole, le osservazioni formulate dai consulenti tecnici di parte negavano la negligenza dell'agenzia per i disallineamenti rispetto ai criteri e alle procedure *standard*, entro il cui perimetro l'analista (in concreto) diligente non deve sentirsi "rigidamente costretto".

In particolare, i CTP osservavano come fosse senz'altro «(...) possibile che, alla luce delle peculiarità delle singole società oggetto di *rating*, le regole di calcolo ven[issero] *affinate* per rendere maggiormente affidabili e omogenei i risultati», ritenendo «[p]er gli stessi motivi [altrettanto] possibile che ven[issero] *riviste e modificate nel tempo* ove necessario, le modalità di calcolo e di aggiustamento dell'indice adottate per una medesima società. In generale, ciò non

altri finanziatori", con la mancata rettifica relativa agli effetti dello sconto, con l'introduzione della rettifica relativa alla cartolarizzazione contrariamente a quanto fatto negli anni 1999 e 2000, con l'esclusione della rettifica per le locazioni operative diversamente da quanto fatto nel 1999 ed analogamente a quanto effettuato nell'anno 2000; ed, ancora, con l'incremento dei debiti per i ratei passivi per l'esercizio 2001, diversamente dagli anni 1999 e 2000 e con l'inclusione nelle disponibilità liquide dell'importo delle immobilizzazioni finanziarie, diversamente da come operato nel 1999 ed analogamente a come elaborato nel 2000. In sostanza, dalla prima assegnazione del *rating* sino a tutte quelle successive S&P ha *mutato continuamente le metodologie di calcolo dei ratios adattandole, ora, alle sue stesse preoccupazioni, ora alle esigenze del gruppo Parmalat, ora a quelle del mercato*», Trib. Milano, Sez. IV, sent. cit. (cors. agg.).

²⁹⁵ Sul punto, è appena il caso di precisare che «*il professionista risponde solo per dolo o colpa grave quando l'esecuzione della prestazione richiede una perizia superiore a quella ordinaria della sua categoria*», (BIANCA C.M., *La responsabilità*, cit., p. 34). Giurisprudenza costante ha chiarito che l'applicazione dell'art. 2236 c.c. deve essere supportata elementi o circostanze di fatto, che provino la "speciale difficoltà". Si vd. Cass. civ., Sez. II, sent. 11 agosto 1990, n. 8218, in *Italggiure*, dove la S.C. ribadisce che «*[l]a responsabilità del prestatore di opera intellettuale è normalmente regolata dall'art. 1176 cod. civ., che fa obbligo al professionista di usare, nell'adempimento delle obbligazioni inerenti la sua attività professionale, la diligenza del buon padre di famiglia, con la conseguenza che egli risponde anche per colpa lieve; nella sola ipotesi che la prestazione dedotta in contratto implichi la soluzione di problemi tecnici di particolare difficoltà la norma dell'art. 2236 cod. civ. prevede una attenuazione della normale responsabilità, nel senso che il professionista è tenuto al risarcimento del danno unicamente per dolo o colpa grave; la prova dell'esistenza di tale presupposto, che comporta deroga alle norme generali sulla responsabilità per colpa, incombe al professionista*».

è necessariamente un sintomo di volatilità o di incostanza, ma può al contrario rappresentare una dimostrazione di *professionalità* e *diligenza* da parte dell'analista»²⁹⁶.

Tuttavia, la negligenza riscontrata nell'agire dell'agenzia di *rating* non sta tanto nel disallineamento dal modello e/o nella modifica degli indici di calcolo in sé – la cui necessità ben può presentarsi nella prassi ed essere, in linea teorica, pienamente condivisibile – quanto, piuttosto, nel *modus*.

Infatti, la modifica *continua* dei criteri di calcolo di un determinato indice, pur se alla luce delle peculiarità dei singoli soggetti valutati, deve essere sempre rigorosamente *giustificata*: vale a dire che può avvenire sulla base di circostanze fattuali sopravvenute, siano esse interne o esterne alla società sottoposta al giudizio; diversamente – come condivisibilmente sostenuto dal tribunale milanese – «la ripetuta modifica delle modalità di calcolo rischia di essere e, di fatto, è [stata] del tutto arbitraria»²⁹⁷.

Quanto sostenuto dai giudici nel caso *de quo* – invero, già previsto nel Codice IOSCO e, solo parzialmente, recepito dal legislatore comunitario del 2009 – è stato poi specificatamente previsto nel regolamento del 2013, che ha modificato l'art. 8 sulle metodologie²⁹⁸, introducendo, tra gli altri, il par. 5-*bis*.

Anzitutto, è bene precisare che il reg. del 2009, al par. 2-*bis* dello stesso articolo già prevedeva la possibilità di modificare i *rating* emessi; com'è evidente, tale possibilità è connaturata al tipo di attività di valutazione e osservazione cui l'emittente si sottopone, solitamente lungo un determinato orizzonte temporale, purché – specifica la norma – le modifiche siano apportate «*in conformità delle metodologie di rating pubblicate dall'agenzia*».

Con l'introduzione del par. 5-*bis* si è aggiunto un tassello in più: infatti, quando oggetto della modifica non sia il *rating* in sé ma la procedura, sull'agenzia grava un obbligo di motivazione, oltre che di trasparenza²⁹⁹.

²⁹⁶ Più precisamente, «con riferimento alla *rettifiche* sulle anticipazioni, il CTP di S&P, partendo dal presupposto che le anticipazioni su ricevute bancarie sono completamente diverse dal generico scoperto di conto corrente – in virtù della garanzia scaturente dai relativi documenti commerciali emessi ai clienti di Parmalat – ha posto in risalto il fatto che in ordine alle stesse è *del tutto ragionevole* un'aspettativa di pagamento, mentre in rari casi sussistono problemi di incasso», Trib. Milano, Sez. IV, sent. cit. (cors. agg.).

²⁹⁷ *Ibidem*.

²⁹⁸ Cfr. art. 8, rubricato “*Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating*”, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal reg. (UE) n. 462/2013.

²⁹⁹ Invero, già il *considerando* n. 37 del reg. (CE) n. 1060/2009 dimostra come il legislatore comunitario avesse avvertito la necessità che le agenzie di *rating* dovessero stabilire «opportune procedure di revisione periodica

Più precisamente, quando un'agenzia «intende modificare materialmente le metodologie, i modelli o le ipotesi principali di *rating* esistenti, o usarne di nuovi, suscettibili di avere un'incidenza su un *rating* del credito, pubblica le modifiche materiali o le nuove metodologie di *rating* proposte sul suo sito Internet e invita le parti interessate a presentare osservazioni in merito per un periodo di un mese, aggiungendo una *spiegazione dettagliata* dei motivi e delle *implicazioni* delle modifiche materiali o delle nuove metodologie di *rating* proposte»³⁰⁰.

Di più, la normativa vigente prevede ora nel dettagliato elenco di violazioni, contenute nell'all. III al cit. reg. del 2013, anche quelle connesse alla modifica dei *rating* e delle relative metodologie³⁰¹, per le quali – se commesse con dolo o colpa grave e incidenti sui *rating* emessi – l'agenzia potrà essere chiamata a risarcire i danni subiti dall'emittente³⁰².

Vero è che l'attuale disciplina fa gravare sull'emittente l'onere di provare che l'agenzia abbia commesso una delle suddette violazioni e che la violazione medesima abbia inciso sul *rating* in questione. Peraltro, l'emittente che dichiara di essere stata danneggiata da quello stesso *rating* dovrà provare, altresì, che l'eventuale violazione *de qua* non sia dipesa da informazioni false o fuorvianti da esse stessa fornite all'agenzia.

Ipotesi, quest'ultima, che descrive esattamente la condotta di Parmalat, ritenuta però irrilevante dal Tribunale di Milano in termini di esclusione dell'inadempimento di S&P's (si vd. *infra* § 2.1).

Infatti, ai tempi del caso Parmalat, non solo tali disposizioni non erano ancora state emanate, ma anzi gli stessi giudici avevano sottolineato come le primissime regolamentazioni in materia (IOSCO *Code*, comunicazione CONSOB n. DME/6027054 del 28.3.2006, *Technical Advice* dell'allora CESR e reg. CE n. 1060/2009) non fossero applicabili ai fatti di causa, bensì valutabili solo in una prospettiva *de iure condendo*.

delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi di base utilizzati (...), per garantire che riflettano adeguatamente le condizioni variabili dei mercati delle attività sottostanti». Proprio al fine di garantire la *trasparenza*, era già stato evidenziato come fosse «opportuno che la *comunicazione* di qualsiasi modifica sostanziale alle metodologie e pratiche, alle procedure e ai processi utilizzati dall'agenzia (...) [avvenisse] *prima* della sua applicazione, salvo che condizioni di mercato estreme richiedano la modifica immediata del *rating*» (cors. agg.).

³⁰⁰ Cfr. art. 8, par. 5-*bis*, reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal reg. (UE) n. 462/2013. (cors. agg.).

³⁰¹ Cfr. violazioni nn. 42) – 49*bis*), par. 1, all. III, reg. (UE) n. 462/2013.

³⁰² Art. 35-*bis*, reg. (UE) n. 462/2013.

Cionondimeno, come si è detto, la risposta della giurisprudenza di merito è stata netta nel senso di dichiarare la sicura negligenza dell'agenzia/professionista. Invero, oltre ai sensibili e continui disallineamenti metodologici, il quadro emerso dalla C.T.U., dagli atti e dalle testimonianze processuali aveva rilevato pure la grave lacunosità del compendio informativo degli analisti.

Posta la più volte ribadita differenza rispetto alle società di revisione, non pare potersi negare come la condotta materialmente tenuta da S&P's non abbia ottemperato allo specifico dovere, imprescindibile per l'attività *de qua*, di raccogliere e disporre di un quadro informativo *sufficiente* per rilasciare un'opinione credibile, tanto sull'emittente, quanto sulle singole emissioni.

Come esaminato nel capitolo precedente, in relazione ai processi di assegnazione dei *rating*, è essenziale per un'agenzia conoscere la generale composizione del debito dell'emittente, il profilo delle scadenze, nonché, nel caso dell'esistenza di prestiti obbligazionari, l'esatta identificazione dei *bond* in circolazione. Ciò, *a fortiori* – come avvenuto per il gruppo Parmalat – nel caso di nuove emissioni di prestiti obbligazionari, dove tali dati sono indispensabili per la valutazione circa la capacità dell'emittente di rimborsare l'ulteriore debito a scadenza.

Nel caso in esame, data la scarsità e l'opacità dei dati ottenuti dalla Parmalat (addirittura, esplicitamente ammesse dall'agenzia durante il processo), il rispetto dello *standard* di diligenza professionale esigibile – a parere dei giudici, la sua «logica conseguenza» – avrebbe imposto all'agenzia di astenersi dall'emettere *rating* ovvero, in alternativa, di declassare in via prudenziale quelli già emessi (come, peraltro, fatto da Fitch in quel frangente) o, ancora, di mettere i *rating* della committente “sotto osservazione” (c.d. *credit watch*).

In breve, proprio l'assenza in capo ai *raters* di poteri informativi e ispettivi propri dei revisori, avrebbe dovuto portare alla non esecuzione della prestazione o alla sua “modulazione” in ossequio al più generale dovere di rigore e prudenza certamente esigibile da un operatore professionalmente qualificato.

Invece, alle risposte frammentarie, incomplete e (quantomeno) opache fornite sulla situazione economica e finanziaria del gruppo, non erano seguite, da parte di S&P's, doverose richieste di ulteriori approfondimenti, specie in relazione alla liquidità.

Tanto è bastato, allora, al collegio per ritenere “grave” (*rectius*, di non scarsa importanza) l'inadempimento dell'agenzia specializzata, così accogliendo la domanda di

risoluzione del contratto formulata dalle attrici e condannando, per l'effetto, S&P's alla restituzione degli ingentissimi corrispettivi ³⁰³.

In tema di risoluzione per inadempimento, peraltro, si affaccia l'ulteriore profilo dell'interesse dell'emittente alla corretta esecuzione della prestazione, come individuato dall'art. 1455 c.c.

Invero, nel caso in esame, il Tribunale ha soltanto affermato che, in caso di *solicited rating*, l'emittente ha il diritto ad attendersi un adempimento che sia “*corretto*”; vale a dire, anche quando si veda attribuire dall'agenzia un giudizio “peggiore” di quello sperato.

Cionondimeno, non sono mancate opinioni contrarie.

In particolare, si sono sollevati dubbi su cosa debba intendersi per *interesse dell'emittente al corretto adempimento* della prestazione dedotta in contratto.

C'è chi sottolinea la profonda diversità tra l'essere sottoposto ad un giudizio “*di rating*” e le altre ipotesi contrattuali, in cui viene in rilievo la prestazione professionale di un cd. *gatekeeper* (tra tutti, per esempio, le società di revisione) ³⁰⁴.

Pur condividendo l'affermazione per cui l'emittente abbia interesse a che, in astratto, i giudizi delle società di *rating* siano considerati credibili, in concreto, quando il *rating* abbia ad oggetto i propri titoli, la stessa emittente «*non ha un interesse a che il giudizio su di sé sia correttamente formulato, perché un giudizio eccessivamente ottimistico gli potrebbe consentire di accedere ai finanziamenti con un tasso d'interesse più favorevole*» ³⁰⁵.

In breve, secondo tale opinione, quando l'inadempimento dell'agenzia si risolve in un giudizio eccessivamente ottimistico sul merito creditizio dell'emittente, questa non avrebbe in ogni caso un interesse patrimoniale a che la prestazione dedotta in contratto sia adempiuta nei termini stabiliti dal regolamento contrattuale.

Se è vero, come ha concluso il Tribunale, che la società valutata abbia sempre un interesse alla corretta emissione del *rating*, quell'interesse, della cui lesione si chiede il risarcimento, dovrà necessariamente avere una rilevanza patrimoniale ³⁰⁶.

³⁰³ Segnatamente, il Tribunale condannava in solido le due divisioni di S&P's al pagamento, in favore della parte attrice, della somma di euro 784.120,00, oltre interessi.

³⁰⁴ MIOTTO L., *La funzione di revisione legale: intersezione fra disciplina dell'attività e dei soggetti*, in *Riv. soc.*, 2018, fasc. 2, pp. 433 ss.

³⁰⁵ GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Le Società*, 2011, fasc. 12, p. 1452.

³⁰⁶ *Ibidem*.

Ora, secondo le due società del gruppo Parmalat, tale rilievo patrimoniale era rinvenibile nell'aggravio del dissesto economico-finanziario in cui le stesse erano incorse. Come a dire, con il senno di poi, che senza il *rating* favorevole non ci sarebbe stato il ricorso al credito (tramite i prestiti obbligazionari), né, di conseguenza, l'aggravamento del dissesto e, da ultimo, l'insolvenza da parte delle stesse.

Invero, come acutamente osserva la critica in parola, dire che la patrimonialità dell'interesse al corretto adempimento, da parte delle agenzie, risiede, per la società valutata, nella sola precisione informativa del *rating* (e non, ad esempio, nella possibilità di incamerare “nuova finanza” emettendo strumenti finanziari), significa, giocoforza, limitare la porzione di patrimonio presidiata dall'obbligazione contrattuale alla sola veridicità dei dati contabili, così assimilando indebitamente il ruolo delle agenzie a quello del revisore legale.

In altri e più diretti termini, «perché il *rating* eccessivamente favorevole possa essere considerato causa di responsabilità contrattuale nei confronti dell'emittente occorrerebbe spingersi a sostenere che la società di *rating* compie un controllo sull'amministrazione volto a tutelare gli azionisti, come fa il revisore legale dei conti»³⁰⁷.

Al contrario, altra parte della dottrina, sposando l'impostazione della giurisprudenza di merito, ha sostenuto come «l'interesse dell'altra parte – costituente, secondo l'art. 1455 c.c., uno dei parametri valutativi della risoluzione – deve essere inteso “come interesse al corretto, puntuale, diligente e perito svolgimento della prestazione professionale e può essere interesse tanto materiale, quanto ideale”»³⁰⁸.

Ciononostante, il Tribunale non si è soffermato su tale questione – a parere di chi scrive – altrettanto problematica di quelle sopra esaminate.

Al contrario, pur avendo accolto la domanda risolutoria della parte attrice, l'organo giudiziario si è limitato a respingere quella risarcitoria, per mancanza di prove, in ordine al presunto aggravamento del dissesto economico-finanziario, operato ai danni del gruppo Parmalat a causa dei *rating* eccessivamente ottimistici emessi da S&P's³⁰⁹.

³⁰⁷ *Ibi*, p. 1453.

³⁰⁸ MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, cit., p. 361.

³⁰⁹ Più precisamente, Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. avevano chiesto all'autorità giudiziaria la condanna delle parti convenute al risarcimento del danno, quantificato nella somma risultante dalla differenza tra euro 4.073.200.000,00 (importo totale delle obbligazioni emesse, oltre interessi e rivalutazione) e l'equivalente in euro di 149.000.000 dollari. Tale ulteriore domanda, in particolare, aveva ad oggetto il risarcimento dei danni procurati ad entrambe le società attrici «per aver S&P contribuito in maniera

In sintesi, i principi – che qui si è inteso indagare – affermati dal collegio milanese, sono espressi nella massima seguente: «*[l']agenzia di rating che incorre, nell'espletamento dell'attività professionale, in una serie di plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a proprie regole metodologiche, ma anche, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe concretamente dovuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente scarsamente trasparenti, è tenuta a restituire al committente i compensi dallo stesso percepiti ai sensi e per gli effetti degli artt. 1455 e 1458 c.c.*».

2.1 L'irrelevanza del dolo della committente nell'accertamento dell'inadempimento dell'agenzia

A questo punto, nell'accertamento dell'inadempimento contrattuale dell'agenzia di *rating*, il caso Parmalat offre l'opportunità per un ulteriore spunto di riflessione, strettamente legato alle questioni sopra analizzate, vale a dire la rilevanza del dolo della committente, che abbia fornito alla controparte informazioni false o fuorvianti.

Come sopra anticipato, infatti, pur acclaratane la sussistenza (*sub specie*, sotto forma di bilanci falsati, omissioni e specifiche testimonianze rilasciate sulla falsificazione delle scritture contabili), i giudici milanesi hanno ritenuto il dolo delle società attrici *non idoneo* ad escludere l'inadempimento della società di *rating*.

Sul punto, nell'impianto motivazionale si è ritenuto che l'agenzia non si trovi in una posizione “paritaria” rispetto al soggetto sottoposto al suo giudizio, di talché anche qualora quest'ultimo si adoperasse per fornire al valutatore delle informazioni non veritiere e/o incomplete, la professionalità tecnica del *rater* imporrebbe di omettere il giudizio, vale a dire comunicare alla committente l'impossibilità di assegnare un *rating*, a causa delle lacune informative; lacune, queste ultime, che nel caso di specie la committente medesima si è rifiutata di colmare.

Di più, proprio la specifica professionalità di S&P, in osservanza del relativo obbligo di *indipendenza*, avrebbe dovuto porre la stessa in una «posizione non condizionabile e non influenzabile da eventuali dati economico-finanziari distorti».

determinante all'aggravamento del loro dissesto ed all'esposizione debitoria nei confronti degli obbligazionisti» (Trib. Milano, sent. cit.). Il Tribunale, tuttavia, aveva rigettato la domanda per mancanza del nesso causale tra la condotta inadempiente di S&P's e la capacità di accedere al mercato dei capitali, incrementando così la dimensione del debito e del dissesto Parmalat.

In questo senso, secondo alcuni, muovendo dai modelli di responsabilità per l'esercizio di un'attività pericolosa ³¹⁰ o di attività imprenditoriale ³¹¹, fatti propri dalla legislazione speciale e dalla relativa giurisprudenza ³¹², si potrebbe asserire che le società di *rating* assumano, in relazione alle funzioni assolate nell'ambito della propria attività valutativa, il rischio professionale del mancato e/o inesatto funzionamento del proprio apparato organizzativo (*sub specie*, in materia di conflitto d'interessi); di talché le stesse sarebbero chiamate a rispondere in solido per l'operato dei propri ausiliari, salvo la prova dell'inevitabilità dell'inesatta valutazione, alla stregua delle conoscenze tecniche e/o scientifiche esistenti al momento dell'emissione del *rating* ³¹³.

Ancora su questa linea, si è posta l'attività di *rating* sullo stesso piano di un'attività di sorveglianza *latu sensu*, richiamandosi quell'orientamento secondo cui «se sussiste un'obbligazione negoziale o un obbligo legale di sorveglianza, il fatto del sorvegliato non può acquistare rilievo a favore del sorvegliante ai fini della diminuzione del risarcimento del danno. Se, infatti, il soggetto nei cui confronti deve essere esercitata la sorveglianza arreca (col concorso o no di terzi) pregiudizio a sé medesimo, questo è proprio ciò che il sorvegliante era tenuto ad evitare: il verificarsi della lesione dannosa realizza quindi la fattispecie della violazione dell'obbligo di sorveglianza. Conseguentemente, l'obbligato è tenuto all'integrale risarcimento del danno e gli è consentito di liberarsi dalla sua responsabilità solo in quanto riesca a dimostrare che il fatto non è a lui imputabile per non averlo potuto impedire» ³¹⁴.

Com'è evidente, tale posizione si fonda sull'applicazione in via analogica, alle CRAs, dell'art. 15 d.lgs. n. 39/2010, soluzione – come più volte ribadito – non condivisibile.

Invero, anche prima dell'entrata in vigore dell'attuale disciplina sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating* (che ha escluso l'ipotesi di cui sopra), si erano sollevati dubbi sulla percorribilità di tale sovrapposizione.

³¹⁰ Si vd., FRANZONI M., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002, pp. 110 ss., dove l'A. deduce che la responsabilità della società di revisione legale derivi dall'esercizio di «un'attività pericolosa».

³¹¹ Cfr., per tutti, ALPA G., LECCESE R., *Responsabilità d'impresa*, in *Digesto civ.*, vol. XVII, Torino, UTET, 1998, pp. 274 ss.

³¹² Sulla responsabilità della banca per le condotte, poste in essere dai dipendenti a danno dei clienti dello stesso istituto di credito, cfr., *ex multis*, Cass. civ., Sez. III, sent. 17 maggio 2001, n. 6756 in *DeJure*; Cass. civ., Sez. III, sent. 16 aprile 2009, n. 9027, in *DeJure*; Cass. civ., Sez. III, sent. 6 marzo 2008, n. 6033, in *DeJure*.

³¹³ In questi termini, vd. MARIANELLO M., *op. cit.*, p. 361.

³¹⁴ Così, MARIANELLO M., *op. cit.*, p. 362 su BIANCA C.M., *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, cit., p. 420.

Oltre alle già ricordate e non ignorabili differenze sostanziali tra le due figure delle agenzie di *rating* e delle società di revisione, si era rilevato come fosse altrettanto scorretto «un simile atteggiamento di rigore nei confronti dell'agenzia di *rating* consent[endo] troppo facilmente all'emittente di adottare comportamenti contrari a buona fede, aggirando il divieto del venire *contra factum proprium*. Con il contratto di *rating* l'agenzia fa affidamento sulla qualità delle informazioni fornite dall'emittente. Pertanto, consentire a quest'ultimo di passare tranquillamente informazioni false senza che questo vada ad incidere sul piano del rapporto tra i contraenti vuol dire trasformare quel rapporto in un qualcosa di differente, rivoluzionando l'equilibrio contrattuale in danno dell'agenzia di *rating* e a vantaggio del falsificatore»³¹⁵.

Ciò, col risultato di vanificare del tutto le dinamiche alla base di quel meccanismo reputazionale biunivoco, che dovrebbe governare i rapporti tra le controparti contrattuali.

Ebbene, la normativa vigente non ha accolto l'impostazione del collegio milanese né di quella parte della dottrina che predicava l'applicazione analogica della norma in tema di responsabilità del revisore.

Oggi, come si è più volte ricordato, l'art. 35-*bis* non solo richiede che sia dimostrata la violazione, da parte della CRA, di una delle disposizioni previste nel regolamento e che la violazione medesima abbia avuto un impatto sul *rating* ritenuto “dannoso” per l'emittente, ma quest'ultima dovrà, altresì, dimostrare l'assenza di nesso causale tra la violazione e le eventuali «informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia (...) direttamente o [financo] tramite informazioni pubblicamente disponibili».

3. Il danno da inadempimento dell'agenzia di *rating*: la configurabilità del concorso colposo del creditore e l'onere probatorio dell'emittente nell'art. 35-*bis* del regolamento (punti di frizione con l'art. 1218 c.c.)

Il tema dell'irrilevanza delle condotte poco trasparenti della società emittente sottoposta al giudizio dell'agenzia di *rating* ha schiuso, a sua volta, un'ulteriore questione relativa alla configurabilità, più in generale, del concorso del fatto colposo del creditore.

³¹⁵ GIUDICI P., *L'agenzia di rating...* op. cit., p. 1452.

Si è discusso sul *se e in che modo* la norma prevista dall'art. 1227 c.c. venga in rilievo nell'ipotesi di responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti della committente.

L'art. 1227 al primo comma stabilisce che «*se il fatto colposo del creditore ha concorso a cagionare il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate*». Al secondo comma, invece, prevede che «*il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza*».

Come noto, la norma rileva ai fini della quantificazione del danno e – a dispetto della collocazione topografica nel capo III dedicato all'inadempimento delle obbligazioni – occupa una posizione *centrale* nel nostro ordinamento, operando sia in presenza dell'inadempimento di un'obbligazione da parte del debitore, sia in presenza di un fatto dannoso del danneggiante (*sub specie*, attraverso il richiamo contenuto nell'art. 2056 c.c.)³¹⁶.

Il tema tocca questioni tanto classiche quanto complesse, che si inseriscono in un dibattito assai più ampio, cui, ai fini che qui interessano, può solo accennarsi per sommi capi. La notazione secondo la quale le norme contenute nei due rispettivi commi dell'art. 1227 c.c. rispondano a *logiche diverse* poggia sull'assunto – ormai, univocamente condiviso dalla dottrina e considerato diritto vivente dalla giurisprudenza³¹⁷ – per cui, in materia di c.d. causalità

³¹⁶ «È di palmare evidenza che, nonostante la posizione appartata, l'art. 1227 non è marginale, ma centrale; non è ristretto nei confini di un sotto settore, ma è legato ad una visione complessiva dell'ordinamento; non si limita a definire le conseguenze dei fenomeni, ma contribuisce a svelarne i fondamenti» (CAREDDA V., *Concorso del fatto colposo del creditore, Art. 1227*, cit., p. 4).

³¹⁷ «Il “danno” rileva così sotto due profili diversi: come evento lesivo e come insieme di conseguenze risarcibili, retto il primo dalla causalità *materiale* ed il secondo da quella *giuridica*. Secondo l'opinione assolutamente prevalente, occorre distinguere nettamente, da un lato, il nesso che deve sussistere tra comportamento ed evento perché possa configurarsi, a monte, una responsabilità “strutturale” (*Haftungsbegründende Kausalität*) e, dall'altro, il nesso che, collegando l'evento al danno, consente l'individuazione delle singole conseguenze dannose, con la precipua funzione di delimitare, a valle, i confini di una (già accertata) responsabilità risarcitoria (*Haftungsausfüllende Kausalität*). Secondo la dottrina e la giurisprudenza prevalente, tale distinzione è ravvisabile, rispettivamente, nel primo e nel secondo comma dell'art. 1227 c.c.: il comma 1 attiene al contributo eziologico del debitore nella produzione dell'*evento dannoso*, il secondo comma attiene al rapporto *evento-danno conseguenza*, rendendo irrisarcibili alcuni danni» (cors. agg.), Cass. civ., Sez. un., 11 gennaio 2008, n. 581, in *DeJure*.

Sul punto, si vd. anche Cass. civ., Sez. III, 21 luglio 2011, n. 15991, in *DeJure*; Cons. Stato, Sez. III, 14 settembre 2018, n. 5383 in *DeJure*, dove – a riprova della centralità della norma – si osserva come «(...) la regola della non risarcibilità dei danni evitabili con l'impugnazione del provvedimento e con la diligente utilizzazione degli altri

giuridica, il nesso tra condotta ed evento dannoso è correttamente definito come *trinomio* ³¹⁸.

Infatti, mentre il primo comma prevede la riduzione del risarcimento in ragione dell'incidenza causale della condotta del creditore nella produzione del *danno-evento*, il comma secondo, invece, esclude del tutto la risarcibilità del *danno-conseguenza*; vale a dire di quelle conseguenze dannose che, adottando una condotta diligente, il creditore-danneggiato avrebbe potuto scampare. Come a dire che, in quest'ultimo caso, il danno-evento si è già prodotto ed è causalmente addebitabile *in toto* al debitore-danneggiante, di modo che ci si trovi in una fase successiva rispetto a quella dell'imputazione della responsabilità.

Peraltro, in entrambi i casi e a prescindere dall'ambito contrattuale o extracontrattuale in cui trovi applicazione, l'art. 1227 presuppone una fattispecie di responsabilità e perciò di un rapporto bilaterale tra creditore/danneggiato e debitore/danneggiante.

Ebbene, con specifico riguardo al rapporto tra società emittente e agenzia di *rating*, a parere di chi scrive, mentre l'ipotesi prevista dal 2° comma sembra restare sullo sfondo, quella di cui al 1° comma suscita maggiore interesse, considerata l'importanza che riveste la fase di raccolta delle informazioni (fornite dalla stessa società valutata) nell'*iter* di formazione e assegnazione del giudizio da parte dell'agenzia.

In linea teorica, costituendo tali dati e informazioni la "materia prima" su cui lavorare, ben potrebbe immaginarsi l'ipotesi in cui «il verificarsi del fatto dannoso [sia] ricollegabile a

strumenti di tutela previsti dall'ordinamento, è ricognitivo di principi già evincibili alla stregua di un'interpretazione del comma 2 dell'art. 1227 c.c.: detto articolo, infatti, operando sui criteri di determinazione del *danno conseguenza* ex art. 1223 c.c., regola la c.d. "causalità giuridica", relativa al nesso tra *danno evento* e *conseguenze dannose* da esso derivanti ed introduce un giudizio basato sulla c.d. "causalità ipotetica", in base al quale non deve essere risarcito il danno che il creditore non avrebbe subito se avesse tenuto il comportamento collaborativo cui deve attenersi» (cors. agg.). Per la giurisprudenza di merito più recente, cfr. Corte d'App. Genova, Sez. II, sent. 8 ottobre 2021, n. 1018: «l'ipotesi contemplata dal primo comma dell'art. 1227 c.c. (ossia il fatto colposo del creditore che abbia concorso a cagionare il danno) va distinta da quella disciplinata nel secondo comma della medesima disposizione, riferibile al solo aggravamento del danno a causa di un contegno del danneggiato, *senza che questi abbia contribuito alla sua causazione*. Mentre nel primo caso *il giudice deve verificare d'ufficio* il concorso di colpa del danneggiato, la seconda situazione forma oggetto di un'eccezione in senso stretto, come tale sollevabile solo dalla parte, in quanto il comportamento del creditore danneggiato costituisce un autonomo dovere giuridico, posto a suo carico dalla legge quale espressione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede» (cors. agg.).

³¹⁸ Cfr., per tutti, ROSSELLO C., *Il danno evitabile. La misura tra diligenza ed efficienza*, Padova, Cedam, 1990, pp. 36 ss.; CARBONE V., *Nesso di causalità e criteri di valutazione del danno contrattuale*, in (diretto da) N. LIPARI, P. RESCIGNO, *Diritto civile*, vol. III, *Obbligazioni*, t. 1, *Il rapporto obbligatorio*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. 709 ss.

più soggetti, dei quali uno sia il danneggiato», di modo che sussista «un nesso causale tra un fatto addebitabile anche al danneggiato (...) 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»³¹⁹.

Come si è dato conto nel capitolo secondo, la corretta esecuzione della prestazione da parte dell'agenzia di *rating* non può prescindere dal rapporto “fiduciario” e dallo scambio informativo tra il *management* della società valutata e il *team* degli analisti, ragion per cui, nella prassi, la formulazione della c.d. proposta di *rating* è solitamente preceduta da più incontri tra il *management* dell'emittente e la commissione *ad hoc*³²⁰.

È ragionevole, allora, ritenere che la condotta della prima possa effettivamente spiegare un'incidenza causale nella produzione del danno-evento.

Ora, all'indomani del caso Parmalat, c'è stato chi, sposando l'impostazione della giurisprudenza di merito, ha radicalmente escluso l'operatività del 1227 c.c. in caso di responsabilità contrattuale del *rater*, argomentando, ancora una volta, sulla vicinanza dell'attività svolta da quest'ultimo rispetto a quella del revisore.

In particolare, si è dato rilievo all'esistenza in capo a tali figure professionalmente qualificate di un obbligo di osservazione e vigilanza (*latu sensu* intesa, specie per l'agenzia) insito nella rispettiva attività valutativa, in forza della quale i criteri adoperati per l'accertamento della responsabilità sarebbero gli stessi; di conseguenza, ciò indurrebbe «ad escludere l'applicabilità dell'art. 1227 c.c. nel caso di concorso colposo fra gli amministratori della società valutata ed i responsabili dell'agenzia di *rating*»³²¹.

Ciò equivale a dire che sussiste in capo al debitore-danneggiante un dovere, che si estende fino “a coprire” le possibili condotte del creditore-danneggiato³²², di modo che la

³¹⁹ CARBONE V., *La quantificazione del danno*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, p. 13.

³²⁰ Per cui si rinvia *supra*, § 3.2, SEZ. II, CAP. II.

³²¹ MARIANELLO M., *op. cit.*, p. 362 (nt. 67), dove l'A. riporta il pensiero di FRANZONI M., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 112, secondo cui «[a]strattamente il problema causale si può porre nei seguenti termini: la società promuove l'azione nei confronti di amministratori, sindaci e società di revisione per il danno subito in conseguenza della falsità del bilancio. Il revisore eccepisce alla società che l'attività degli amministratori è stata a tal punto sofisticata che non ha potuto rilevare alcunché, ma oppone a questa il concorso di colpa essendo gli amministratori organo della stessa società, vittima dell'illecito. Non ritengo che sia bene invocato l'art. 1227, comma 1, c.c. proprio perché, in quella causa, gli amministratori sono terzi rispetto alla società, al pari della società di revisione».

³²² Sul punto, cfr. Cass. civ., Sez. I, sent. 29 dicembre 2011, n. 29864, in *DeJure*.

diminuzione del risarcimento sarebbe incompatibile con la corretta esecuzione della prestazione da parte del primo.

In relazione a tale ultimo profilo, attenta dottrina aveva rinvenuto dei punti di contatto con l'ipotesi della responsabilità dell'appaltatore per i vizi del progetto fornito dal committente ³²³.

Anche in questo caso, si è discusso sulla configurabilità o meno di un concorso del fatto colposo del committente, evidenziando come l'opinione di chi abbia escluso l'operatività dell'art. 1227 si fondi su due argomenti: da una parte, l'assenza in capo al committente di un dovere verso l'appaltatore e, dall'altra, il rapporto non di *concorrenza* ma semmai di “*gradualità delle colpe*”, di modo che la colpa del debitore consista proprio nel non aver impedito quella del committente.

Ora, entrambi gli argomenti non convincono fino in fondo.

In primo luogo e in via generale, la stessa attenta dottrina chiarisce che l'art 1227 c.c. non presuppone alcun inadempimento o illecito in senso proprio da parte del committente ³²⁴; in particolare, anche a volerlo ammettere, nell'esecuzione di un contratto di *rating* si esige dalla committente quantomeno il rispetto del canone di correttezza e buona fede, che si concretizza nel fornire esatte e sufficienti informazioni (pur nell'ipotesi in cui tale obbligazione non sia dedotta in contratto).

In secondo luogo, gli obblighi gravanti sull'agenzia di *rating* – pur essendo la stessa tenuta ad adottare misure adeguate alla riduzione del conflitto d'interessi nonché a rispettare le procedure e i modelli *standard* di emissione – non possono ampliarsi fino ad includere il dovere di “porre riparo alla colpa” della società emittente, quasi che fosse una posizione di garanzia (*latu sensu* intesa).

In questo senso, come si è già avuto modo di evidenziare in precedenza (§ 3, SEZ. I, CAP. II), il ruolo dell'agenzia di *rating* non è affatto sovrapponibile a quello della società di revisione legale e proprio in virtù della differenza ontologica tra i due tipi di attività (e i rispettivi poteri/competenze), tale opinione non solo non convince, ma sarebbe da ritenersi comunque superata, alla luce della scelta operata dal regolamento europeo del 2013.

³²³ CAREDDA V., *Concorso del fatto colposo del creditore*, Art. 1227, cit., p. 103, (nt. 68).

³²⁴ *Ibidem*.

Invero, sgomberato il campo da inopportune sovrapposizioni e prima di valutare se residui un ambito di operatività per l'applicazione dell'art. 1227 c.c. a seguito dell'introduzione dell'art. 35-*bis* del cit. reg., occorre svolgere una precisazione.

Si è finora parlato dell'eventualità di applicare l'art. 1227 c.c. alla condotta della società emittente che non fornisca alla controparte contrattuale informazioni esatte (o complete); condotta che, in particolare, nel caso Parmalat è stato accertato essere connotata da dolo e non da colpa. Stando alla lettera della legge, allora, il tema non dovrebbe affatto venire in rilievo, posto che la rubrica della norma recita “concorso del fatto *colposo* del creditore”.

Invero, come lucidamente osservato, il richiamo al tenore letterale dell'art. 1227 c.c. non è decisivo se non supportato da ragioni sistematiche ³²⁵. In coerenza con la centralità dell'istituto in esame e con la relativa impostazione causalistica della questione, è più corretto dire che «se il comportamento doloso del soggetto in questione interrompe il nesso causale è giocoforza che l'intero danno gravi su di lui. Di tale incidenza occorre tener conto, senza che possa peraltro darsi una soluzione a priori: se il comportamento [doloso o colposo che sia] interrompe il nesso causale, l'applicazione dell'art. 1227 è esclusa (e il danneggiante in realtà non è tale); in caso contrario la soluzione non è pregiudicata (...)» ³²⁶.

Ebbene, ammessa – quantomeno in astratto – l'eventualità che il concorso del fatto del creditore possa rivelare anche contegni dolosi, bisogna rapportare tale norma di carattere generale al disposto dell'art. 35-*bis* del regolamento n. 462/2013.

Qui il legislatore europeo, nel prevedere che l'emittente «*può chiedere il risarcimento dei danni (...), qualora provi (...) che la violazione [dello stesso reg. da parte dell'agenzia di rating] non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente [medesima] direttamente o tramite informazioni pubblicamente disponibili*», sembra aver optato per una soluzione *tranchant*.

L'emittente *non* può chiedere il risarcimento per il danno da inadempimento contrattuale (o, del pari, per fatto illecito in caso di *unsolicited rating*) se siano state proprio le informazioni (false, inesatte, fuorvianti, incomplete, ecc.) da essa stessa fornite a determinare la violazione dell'agenzia.

Ai sensi del par. 1 dell'art. 35-*bis*, infatti, il risarcimento – lo si ribadisce – è per i «danni subiti a causa della violazione».

³²⁵ Così, CAREDDA V., *op. cit.*, p. 66.

³²⁶ *Ibi*, p. 67.

È interessante notare come la norma chiarisce che ciò vale tanto nel caso in cui vi sia stato un rapporto *diretto* tra emittente e agenzia nel fornire tali dati, quanto nel caso in cui le informazioni fossero state reperite dall'agenzia sul mercato, in quanto pubblicamente accessibili. Ne deriva che con tale formulazione il legislatore abbia voluto abbracciare un ventaglio di ipotesi molto varie.

Oltre al caso classico di stipulazione del contratto di *rating*, in cui la committente abbia consegnato al *team* di analisti bilanci falsi (caso Parmalat) oppure al caso opposto, in cui, al contrario, mai nessun rapporto si instauri tra i soggetti e l'agenzia emetta un c.d. *rating* “non richiesto” sulla base delle informazioni di cui da sola dispone, residua una scala di grigi, nella quale possono immaginarsi situazioni ibride: ad esempio, l'ipotesi in cui l'emittente stipuli un contratto con l'agenzia ma, in un secondo momento, non fornisca più informazioni ma si limiti a renderne accessibili solo alcune sul mercato; situazioni, nelle quali, la società valutata potrà assumere un contegno tanto colposo quanto – come si è visto – doloso.

In tutti i casi, l'art. 35-*bis* sembra escludere in radice la possibilità per la società emittente di esperire un'azione per il risarcimento del danno da *rating*, qualora con la sua condotta (dis)informativa abbia portato l'agenzia di *rating* a violare una delle disposizioni, contenute nell'all. III del regolamento.

A ben vedere, tale ultima norma e l'art. 1227 c.c. poggiano sulla stessa *ratio*, vale a dire, sul quel principio di *autoresponsabilità*, intesa quale «necessità di sopportare le conseguenze del proprio comportamento commissivo od omissivo», evitando così un abuso dello strumento risarcitorio.

La tesi pare essere stata confermata già nel considerando n. 35 del regolamento nell'originaria formulazione del 2009, a mente del quale, per garantire la qualità dei *rating* e l'affidabilità delle informazioni utilizzate per la relativa assegnazione, l'agenzia dovrebbe predisporre, tra l'altro, «*disposizioni contrattuali che stabiliscono chiaramente la responsabilità dell'entità valutata o di terzi ad essa collegati qualora le informazioni fornite 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'accuratezza delle informazioni*».

Così non pare possano esserci ostacoli aprioristici all'operatività della norma di carattere generale contenuta nel 1227, co. 1, c.c., purché naturalmente – come si è detto – il comportamento della società emittente-creditrice non sia tale da interrompere il nesso causale, posto che, in tal caso, lo stesso legislatore europeo ha voluto confermare l'irrisarcibilità del danno all'emittente (par. 1, ult. per., art. 35-*bis*).

Com'è evidente, anche la questione relativa all'incidenza causale delle informazioni fornite dall'emittente confluisce nel più generale tema dell'onere della prova, che – così come descritto dal quadro normativo europeo – rappresenta il vero nodo della discordia (*a fortiori*, come si vedrà, nel caso in cui la responsabilità per danno da *rating* sia fatta valere dall'investitore).

Invero, sebbene la nuova disciplina dettata dall'art. 35-*bis*, per via del par. 4, abbia di fatto comportato un massiccio rinvio alla normativa nazionale, al contempo, ha previsto delle importanti deroghe sul piano dell'onere probatorio.

Come noto, nel nostro ordinamento la responsabilità contrattuale è governata da una c.d. presunzione di colpa³²⁷, poiché l'art. 1218 c.c. pone a carico del debitore la prova che l'inadempimento (o il ritardo) è stato determinato da causa a lui non imputabile.

Tale presunzione opera anche nel caso in cui il creditore lamenti non l'inadempimento, bensì l'adempimento *inesatto*: egli, infatti, non dovrà dare la prova dell'inesattezza della prestazione, potendo limitarsi ad allegarla in giudizio.

Sebbene, in tal caso, alcuni abbiano mostrato perplessità in ordine al principio di "economia della prova"³²⁸, tale indirizzo si considera ormai acquisito, anche alla luce della consolidata giurisprudenza in materia di responsabilità professionale³²⁹.

³²⁷ Cfr. già Cass. civ., Sez. II, sent. 9 luglio 1984, n. 4020 («[i]n tema di inadempimento delle obbligazioni, a norma dell'art. 1218 c.c., la colpa del contraente inadempiente si presume. Pertanto, al fine di vincere la presunzione di colpa, quest'ultimo deve fornire gli elementi di prova e di giudizio idonei a suffragare il convincimento di avere fatto tutto il possibile per adempiere l'obbligazione»). Sulla diversità di vedute in merito al fondamento della presunzione legale di colpa, tra vicinanza della prova e presunzione di inadempimento si vd., per tutti, BUSNELLI F.D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., pp. 321 ss. e BIANCA C.M., *La responsabilità*, cit., pp. 83 ss.; TARUFFO M., *La valutazione delle prove*, in *La prova nel processo civile*, in *Comm. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2012, pp. 244 ss.

³²⁸ VILLA G., *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, pp. 726 ss.

³²⁹ «In tema di prova dell'inadempimento di una obbligazione, il creditore che agisca per (...) per il risarcimento del danno (...) deve soltanto provare la fonte (negoziale o legale) del suo diritto ed il relativo termine di scadenza, limitandosi alla mera allegazione della circostanza dell'inadempimento della controparte, mentre il debitore convenuto è gravato dell'onere della prova del fatto estintivo dell'altrui pretesa, costituito dall'avvenuto adempimento (...). Anche nel caso in cui sia dedotto non l'inadempimento dell'obbligazione, ma il suo inesatto adempimento, al creditore istante sarà sufficiente la mera allegazione dell'inesattezza dell'adempimento (per violazione di doveri accessori, come quello di informazione, ovvero per mancata osservanza dell'obbligo di diligenza, o per difformità quantitative o qualitative dei beni), gravando ancora una volta sul debitore l'onere di dimostrare l'avvenuto, esatto adempimento», così Cass. civ., Sez. un., sent. 30 ottobre 2001, n. 13533, in *DeJure*; Cass. civ., Sez. III, sent. 29 settembre 2005, n. 19145, in *Foro it.*, 2006, fasc. 1, pp. 2136 ss.

Peraltro, il chiaro *favor creditoris* si rinviene nell'onere di mera allegazione (e non di prova) anche in relazione al nesso causale tra l'inadempimento e il danno, di modo che spetta al debitore dimostrare di aver correttamente adempiuto o, in alternativa, che l'inadempimento non abbia inciso causalmente nella produzione del danno ³³⁰.

Ebbene, la norma prevista dal regolamento europeo travolge tale presunzione, dettando un regime probatorio particolarmente gravoso per il creditore-danneggiato.

Anzitutto all'emittente spetterà di dimostrare quegli elementi costitutivi della fattispecie di responsabilità civile "comuni" anche all'investitore ³³¹, vale a dire: in primo luogo, il fatto che l'agenzia di *rating* «intenzionalmente» o «con colpa grave» abbia violato una delle prescrizioni contenute nell'all. III al regolamento (solo in presenza di tale violazione, infatti, si può parlare di danno risarcibile); in secondo luogo, che la suddetta violazione abbia avuto un impatto sul *rating*.

Successivamente, graverà sulla stessa società l'onere di provare anche gli elementi "propri" dell'emittente, ossia che essa stessa o i propri strumenti finanziari siano stati oggetto del *rating* "dannoso" e che l'inadempimento dell'agenzia (*rectius* violazione) non sia stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti.

Addirittura, come sopra anticipato, l'emittente potrà ottenere il risarcimento dei danni solo se provi che persino le informazioni pubblicamente accessibili sul suo conto non abbiano portato l'agenzia di *rating* a violare quanto prescritto dal regolamento.

In questo senso, il par. 2 dello stesso articolo precisa che la parte attrice – sia che si tratti dell'emittente (come visto finora), sia che si tratti dell'investitore-danneggiato – dovrà «fornire *elementi informativi precisi e dettagliati* che indichino [per l'appunto] che l'agenzia di *rating* ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso».

È evidente che, quantomeno sul piano probatorio, la norma europea si discosti notevolmente rispetto al regime di responsabilità contrattuale previsto dal codice civile.

Con ogni probabilità, proprio la gravosità di tale onere probatorio ha portato il legislatore europeo a "ripassare la palla" al diritto nazionale, prevedendo quella che in questa sede è stata definita come "valvola di sfogo", contenuta nello stesso par., ult. per. dell'art. 35-*bis*.

³³⁰ Cfr. Cass. civ., Sez. un., sent. 11 gennaio 2008, n. 577, in *Foro it.*, 2008, fasc. 1, pp. 455 ss.

³³¹ Per cui si rinvia *infra* SEZ. II, CAP. III.

Segnatamente, la disposizione stabilisce 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 avere accesso a informazioni* che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di *rating*».

È chiaro che in questo senso la normativa europea abbia tentato di fornire un catalogo di regole procedurali e requisiti organizzativi/operativi più dettagliato possibile, in modo da facilitare la valutazione e l'accertamento in concreto della condotta inadempiente dell'agenzia di *rating*.

Il più volte citato allegato III, infatti, conta più di sessanta violazioni, connesse ai conflitti di interesse e ai requisiti organizzativi o operativi, e più di venti tra quelle connesse agli eventuali ostacoli frapposti all'attività di vigilanza e quelle legate agli obblighi informativi.

A titolo meramente esemplificativo, costituirà un inadempimento dell'agenzia di *rating*: la modifica della metodologia sottostante all'emissione di un determinato *rating*, senza relativa motivazione delle ragioni giustificative; la partecipazione di un analista non indipendente alla commissione nominata *ad hoc* per l'emissione di uno o più *rating*; oppure, l'emissione di un *rating* relativo ad uno strumento finanziario strutturato, senza l'apposita simbologia che ne segnali la diversa (e più complessa) natura; o, ancora, l'emissione di un *rating*, nonostante l'insufficienza o la scarsità di qualità informativa relativa allo strumento o alla società valutata.

Il rischio, tuttavia, che tale impianto si risolva in una *probatio diabolica* non pare irrealistico, neanche quando il presunto danneggiato sia la società emittente con la quale l'agenzia abbia stipulato un apposito contratto, nell'ipotesi quindi in cui esista un rapporto tra i due soggetti, da cui desumere un relativo scambio informativo.

Scenario, quest'ultimo, non sufficiente ad assicurare l'effettività di tutela per l'emittente ma certamente meno problematico rispetto a quello in il danneggiato sia un investitore *retail* oppure un'emittente vittima di *rating* "non richiesti", sulla cui problematicità ci si soffermerà più avanti.

Si è così tentato di fornire una prima panoramica delle principali criticità riscontrate nell'ipotesi di responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'emittente, in caso di *solicited rating*, prima e dopo l'introduzione della relativa norma, di cui all'art. 35-*bis* reg. UE n. 462/2013.

4. Spunti sistematici sulla pratica dei *rating* non-richiesti

La seconda e, per certi versi, più spinosa ipotesi di responsabilità in cui può incorrere l'agenzia di *rating* nei confronti dell'emittente si inserisce nella diversa dinamica dei c.d. “*rating* non sollecitati”, vale a dire tutti quei casi in cui società private emittenti strumenti finanziari (come pure enti pubblici, quali le pubbliche amministrazioni o gli Stati ³³²) lamentino di essere stati danneggiati da *rating unsolicited* (appunto, non richiesti), formulati senza perizia o, in alcuni casi, addirittura per “ritorsione”. Come è facilmente intuibile, un *rating* basso può avere effetti altamente lesivi sul soggetto che lo subisce perché, mettendo in dubbio la sua solvibilità, può comportare il taglio di determinate linee di credito oppure rendere necessario un accantonamento di maggiori risorse a garanzia di quegli stessi strumenti emessi, che hanno ricevuto una valutazione sfavorevole; in breve, si rende assai più difficoltoso il reperimento di finanziamenti per gli emittenti.

Innanzitutto, è bene precisare che quella dei *rating* non richiesti è una pratica lecita, per cui un'agenzia fornisce al mercato una valutazione su una determinata entità anche senza esservi stata incaricata (e, quindi, senza che venga retribuita per questo). Inizialmente diffusasi tra le agenzie di *rating* nazionali (ossia, minori), intenzionate ad ampliare le proprie quote di mercato, solo successivamente tale pratica ha iniziato a prendere piede anche tra le agenzie globali, risultando – quantomeno in linea teorica – utile in quei mercati caratterizzati da una scarsa disponibilità di informazione (specie in quelli emergenti). Tuttavia, trattandosi di giudizi – come detto – non richiesti (non frutto di un apposito accordo contrattuale), non risulta concretamente possibile per le agenzie accedere a tutta una serie di informazioni sensibili o confidenziali relative all'entità valutata ³³³; di conseguenza, i giudizi in questione sono formulati sulla base delle sole informazioni pubblicamente disponibili. Questo spiega perché le ricerche empiriche condotte sul tema abbiano mostrato come i *solicited rating*

³³² Per quanto attiene agli Stati e, in particolare, all'ipotesi di *rating* non sollecitati emessi dalle agenzie sui debiti sovrani, il legislatore del 2013 – anche a seguito delle numerose criticità evidenziate dalla dottrina e dalla giurisprudenza sul punto – ha previsto una disciplina specifica, ora contenuta nell'art. 8-*bis* Reg. UE n. 462/2013.

³³³ Sul processo di assegnazione del *rating* a seguito di specifico incarico della società richiedente, si è già detto nel CAP. II, SEZ. II, par. 3.2.

tendano ad essere più elevati degli speculari *unsolicited rating* ³³⁴. Proprio sulla scorta di tali analisi, sono stati sollevati dubbi sull'integrità del processo di produzione di *rating* non richiesti, visto il conflitto d'interessi insito in tale pratica.

In particolare, quando si ha riguardo a giudizi non richiesti emessi su società private ci si è chiesti: dove si annida il conflitto d'interessi? E perché si è giunti a parlare di pratica o strategia intimidatoria dei *rating* ostili?

Come anticipato in precedenza sull'emersione dei conflitti di interesse ³³⁵, essi si celano nell'incentivo per l'agenzia ad emettere un *rating* particolarmente prudentiale (quando non addirittura palesemente sfavorevole) allo scopo di indurre l'impresa valutata (che lo subisce) a richiedere ufficialmente il *rating* tramite lettera di incarico, stipulando quindi il contratto e pagando il corrispettivo della valutazione. Tale meccanismo di *push conflict* può manifestarsi sia *ex ante*, ossia nel caso in cui l'emittente, temendo la pubblicazione di un *rating* negativo (anche per il solo fatto di essere frutto di informazioni parziali), sia spinto a richiedere sempre e comunque il giudizio dell'agenzia prima di qualsiasi emissione; sia, *ex post*, nel caso in cui l'emittente abbia già subito un *rating* sfavorevole non richiesto e, per questo, si determini a richiederne un secondo alla stessa agenzia che lo ha emesso, questa volta su base contrattuale onde migliorare la propria valutazione.

Si è già detto come il citato caso *Jefferson County v. Moody's* rappresenti l'esempio più eclatante in cui un'agenzia sia stata chiamata a rispondere in giudizio dell'utilizzo di *unsolicited rating*, quale strategia intimidatoria ³³⁶.

Altro esempio è stato quello della compagnia di riassicurazione tedesca Hannover Re. In breve, nel 1998 la Hannover Re, a seguito del proprio rifiuto dell'offerta di servizi di *rating* da parte di Moody's ³³⁷, si era vista emettere sui propri titoli un *rating* non richiesto sfavorevole (contro il giudizio complessivamente positivo espresso dalle altre due agenzie, cui la società si era invece rivolta). Peraltro, Moody's aveva continuato a declassare

³³⁴ BYOUN S., SHIN Y. S., *Information Content of Unsolicited Credit Ratings. Evidence from Japanese Firms*, in *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, November 2011, *passim*; DITTRICH F., *op. cit.*, pp. 111 ss. disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=991821>>; PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?:...* *op. cit.*, 1999, *passim*; FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, 2014, pp. 102 ss.

³³⁵ Per cui si rinvia *supra* § 4, SEZ. I, CAP. I.

³³⁶ *Ibidem*.

³³⁷ La società di riassicurazione, infatti, si era già rivolta ad altre agenzie (nello specifico Standard & Poor's e A.M. Best Company).

ulteriormente tale *rating* sfavorevole nel corso degli anni seguenti, tanto che il 25 marzo 2003 il debito subordinato della Hannover Re venne degradato a *junk bond* (i.e., “obbligazione spazzatura”, ossia sotto la soglia dell’*investment grade*). Nonostante le altre due agenzie avessero espresso un giudizio complessivamente positivo sul merito creditizio della compagnia riassicurativa, il severo *downgrade* di Moody’s aveva comportato un calo del valore dei titoli della società pari al 16,8% tra il 25 e il 26 marzo di quell’anno ³³⁸.

La stessa dinamica si era ripetuta in casi simili (Simon Property Group Inc. o Compuware Corp., sempre alla fine degli anni ‘90) relativi ai *rating* non richiesti espressi da Fitch e da S&P’s. Cionondimeno, in materia si registra una casistica giurisprudenziale (tanto statunitense quanto europea) tutt’altro che ricca, in ragione del fatto che la maggior parte delle volte gli emittenti valutati accettavano – come, d’altro canto, accettano tutt’ora – di conferire l’incarico e pagare per i servizi dell’agenzia che ha espresso un *unsolicited rating*, nella speranza di migliorarne il livello e ridurre i costi di finanziamento ³³⁹. Le preoccupazioni riguardo ai *rating* non sollecitati sono state particolarmente avvertite in Europa e in Asia, portando a un veemente dibattito tra i partecipanti al mercato e le autorità di regolamentazione sul loro uso.

A conferma di queste preoccupazioni, diverse ricerche empiriche hanno dimostrato che i *rating* non richiesti sembravano influenzare le decisioni di investimento tanto quanto quelli richiesti.

Peraltro, in questa sede bisogna precisare che, all’epoca, la pratica dei *rating* non richiesti presentava un ulteriore aspetto critico, ossia il fatto che sul mercato i primi non erano distinguibili da quelli richiesti. In altre parole, agli occhi degli investitori i *rating solicited* erano perfettamente sovrapponibili a quelli *unsolicited*. È interessante notare allora come, in proposito, l’unica presa di posizione del legislatore europeo, contenuta nel reg. del 2013, si registra nell’art. 10 (parr. 4 e 5), in cui si obbliga l’agenzia – nel comunicare e presentare i propri *rating* – a comunicare anche quali siano «*le sue politiche e procedure per quanto riguarda i rating non sollecitati*»; «*ad identificarli come tali*», distinguendoli, quindi, espressamente da quelli richiesti nonché a precisare diverse informazioni, tra cui a quali conti, gestioni o altri

³³⁸ BANNIER E. C., BEHR P., GÜTTLER A., *Do unsolicited ratings contain a strategic rating component? Evidence from S&P*, in SSRN, 2008, pp. 3 ss.

³³⁹ KLEIN M., DÜLMER H., OHR D., ET AL., *Response Sets in the Measurement of Values: A Comparison of Rating and Ranking Procedures*, in *International Journal of Public Opinion Research*, 2004, vol. 16, issue 4, pp. 474 ss.

documenti abbia avuto accesso e se l'entità valutata abbia in qualche misura partecipato al processo.

In breve, nonostante le numerosissime critiche mosse in radice alla pratica dei *rating* non sollecitati, che secondo buona parte della dottrina economica addirittura distorcerebbero la percezione sul merito creditizio degli emittenti ³⁴⁰, il regolatore ha scelto di non vietarla, limitandosi a prevedere una serie di obblighi di trasparenza.

Si apre, allora, la strada ad un altro interrogativo: quali sono i rimedi a disposizione dell'emittente che si ritenga danneggiato da un *rating* siffatto?

Di seguito, si analizzano due proposte esplorative, ognuna delle quali presenta il merito di aver colto alcuni dei profili più peculiari del fenomeno dei *rating* non richiesti. Cionondimeno – lo si anticipa – solo la prima potrebbe apparire effettivamente percorribile, a patto di scioglierne e abbracciarne a monte le premesse.

4.1 Abuso di posizione dominante collettiva o somma di posizioni dominanti individuali (art. 102 TFUE)

Una delle ipotesi proposte – forse troppo timidamente – da una parte della dottrina è quella dell'abuso di posizione dominante (a.p.d.).

L'assetto oligopolistico indiscutibilmente assunto dal mercato del *rating* in combinato con la gratuità del giudizio (utilizzata, come si è visto, dalle agenzie come mezzo di pressione sull'emittente) ha portato a chiedersi se la pratica dei *rating unsolicited* non possa integrare gli estremi dell'illecito *antitrust*.

Secondo la definizione fornita dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (d'ora in avanti, AGCM), «*[u]n'impresa detiene una posizione dominante quando può comportarsi in modo significativamente indipendente dai concorrenti, dai fornitori e dai consumatori. Ciò avviene, in genere, quando detiene quote elevate in un determinato mercato*» ³⁴¹. Peraltro, la stessa AGCM chiarisce che «*il fatto che un'impresa raggiunga grandi dimensioni non distorce di per sé il mercato: talvolta, per operare in*

³⁴⁰ BYOUN S., SHIN Y. S., *op. cit.*, *passim*; DITTRICH F., *op. cit.*, pp. 111 ss., disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=991821>>; PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?:... op. cit.*, 1999, *passim*; FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, 2014, pp. 102 ss.

³⁴¹ <https://www.agcm.it/competenze/tutela-della-concorrenza/intese-e-abusi/>.

*modo efficiente, è infatti necessario essere attivi su larga scala o in più mercati»*³⁴². Com'è noto, infatti, l'ordinamento non vieta la posizione dominante in quanto tale³⁴³, ma il suo abuso.

In particolare, l'art. 3 L. 10 ottobre 1990, n. 287 vieta «*l'abuso da parte di una o più imprese di una posizione dominante all'interno del mercato nazionale o in una sua parte rilevante*», che si concretizza – secondo quanto chiarito dall'AGCM – quando l'impresa sfrutta il proprio potere a danno dei consumatori, ovvero impedisce ai concorrenti di operare sul mercato, causando, conseguentemente in via mediata, un danno ai consumatori.

Quando l'abuso travalica i confini nazionali e determina un pregiudizio per il commercio tra più Stati membri dell'Unione Europea, l'Autorità applica la normativa comunitaria (art. 102 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, d'ora in poi TFUE). Per quanto qui di interesse, trattandosi nel mercato del *rating* di dinamiche non solo sovranazionali ma addirittura globali, il referente normativo “minimo” non potrà che essere quello europeo.

Ebbene, l'art. 102 TFUE, par. 1 stabilisce che «*[è] incompatibile con il mercato interno e vietato, nella misura in cui possa essere pregiudizievole al commercio tra Stati membri, lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato interno o su una parte sostanziale di questo*», mentre al par. 2 prevede la tipizzazione di alcune delle condotte di abuso³⁴⁴. In estrema sintesi, «*la fattispecie di abuso di posizione dominante risulta integrata da tre elementi: la posizione dominante, l'abuso e l'assenza di giustificazioni oggettive. Essa può essere individuale o collettiva*»³⁴⁵.

³⁴² *Ibidem*.

³⁴³ Sul punto, per un'analisi dettagliata dell'impostazione normativa adottata a livello europeo e nazionale, cfr. D'IPPOLITO G., *L'abuso di posizione dominante*, in *Concorrenza, mercato e diritto dei consumatori*, (diretto da) G. CASSANO, A. CATRICALÀ, R. CLARIZIA, Milano, 2018, p. 552 («*Il concetto di posizione dominante, o dominanza, è stato puntualmente definito come “una situazione di potenza economica grazie alla quale l'impresa che la detiene è in grado di ostacolare la persistenza di una concorrenza effettiva sul mercato di cui trattasi ed ha la possibilità di tenere comportamenti alquanto indipendenti nei confronti dei suoi concorrenti, dei suoi clienti e, in ultima analisi, dei consumatori”*», Corte Giust., sent. 14 febbraio 1978, *United Brands Co. c. CEE*, C-27/76, in *Eur-Lex*, p. 281, pt. 65 e Corte Giust., sent. 13 febbraio 1979, *Hoffmann-La Roche & Co. c. CEE*, C-85/76, in *Eur-Lex*, p. 520 pt. 38).

³⁴⁴ «*Tali pratiche abusive possono consistere in particolare: a) nell'imporre direttamente od indirettamente prezzi d'acquisto, di vendita od altre condizioni di transazione non eque; b) nel limitare la produzione, gli sbocchi o lo sviluppo tecnico, a danno dei consumatori; c) nell'applicare nei rapporti commerciali con gli altri contraenti condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, determinando così per questi ultimi uno svantaggio per la concorrenza; d) nel subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi*».

³⁴⁵ OSTI C., *Abuso di posizione dominante*, in *Enc. dir. Annali*, vol. V, Milano, Giuffrè, 2012, p. 1.

Sul punto, il dibattito sulla costruzione della fattispecie di abuso di posizione dominante ³⁴⁶ può dirsi recentemente approdato all'enucleazione di due requisiti essenziali:

- a) una situazione di potere di mercato, da intendersi quale “sostanziale indipendenza” della propria condotta operativa, caratterizzata dall'assenza di rischio di reazioni negative o paralizzanti da parte di concorrenti, fornitori o clienti;
- b) l'acquisizione, mediante il proprio agire, di un vantaggio competitivo che però non corrisponda al successo commerciale della propria offerta, dunque non giustificabile secondo il criterio del “*competition on the merits*” ³⁴⁷, vale a dire non dovuto alla libera scelta dei consumatori.

In questa prospettiva, la giurisprudenza comunitaria è concorde nel riconoscere la natura “oggettiva” della nozione di a.p.d., intendendosi con ciò che la fattispecie ricorre ogniqualvolta l'agire di un'impresa in posizione dominante determini una distorsione (attuale o potenziale) della concorrenza, non rilevando l'elemento soggettivo dell'intento monopolistico ³⁴⁸. Peraltro, le condotte rilevanti ai fini dell'art. 102 TFUE potrebbero consistere non solo in atti negoziali, ma anche in “strategie” aziendali illecite, comportamenti di mero fatto od omissioni, nonché in specifiche inclinazioni della prassi. Nonostante le profonde critiche mosse ai (troppo spesso) tautologici tentativi della Corte europea di enucleazione di un criterio selettivo delle condotte abusive attraverso la formula della

³⁴⁶ In dottrina, vd. per tutti OSTI C., *Abuso di posizione dominante*, cit., pp. 5 ss. e LIBERTINI M., *Abuso del diritto e abuso di posizione dominante*, in ODC, 2018, VI, 3, pp. 18 ss.

³⁴⁷ La *competition on the merits*, muovendo dagli studi condotti dalla *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD, *What is Competition on the Merits?*, OECD Policy Brief, June 2006) e passando per gli orientamenti della Corte di Giustizia, può definirsi quale «*situazione in cui il profitto (o l'insuccesso) dell'impresa dipende dalle libere scelte dei consumatori*». Da ciò, dovrà rilevarsi l'assenza della stessa nei casi in cui i consumatori: «(i) sono ingannati da false informazioni o da costrizione psicologica (pratiche commerciali scorrette); (ii) sono “costretti” a compiere certe scelte per mancanza di alternative (prezzi ingiustificatamente gravosi) o per l'esistenza di vincoli giuridici pregressi e non per libera scelta (clausole leganti e simili); (iii) sono privati di alternative di mercato potenzialmente interessanti (pratiche escludenti)», (LIBERTINI M., *Abuso del diritto e abuso di posizione ...op. cit.*, p. 12).

³⁴⁸ Cionondimeno, pur non costituendo un elemento integrante dell'illecito dell'a.p.d., l'intento monopolistico dell'impresa che si trovi in tale posizione è stato talvolta valorizzato dalla Corte di Giustizia quale indice probatorio “rafforzativo” dell'esistenza dell'abuso o, al più, come aggravante – sul piano della colpevolezza – per l'applicazione di un aumento dell'ammenda (Corte Giust., sez. V, sent. 16 luglio 2015, C-170/13, caso *Huawei*, su EUR-Lex), cfr. LIBERTINI M., *Abuso del diritto e abuso di posizione ...op. cit.*, p. 10.

“speciale responsabilità” dell’impresa in posizione dominante ³⁴⁹, al criterio medesimo è stata riconosciuta una valenza normativa nella misura in cui si ammette che l’impresa in siffatta posizione non gode della «*stessa libertà d’azione di cui dispone – sul piano giuridico – un’impresa soggetta a pressione concorrenziale*» ³⁵⁰. In altre parole, una data condotta perfettamente lecita in quanto esplicazione della libertà d’impresa (quale, ad esempio, un rifiuto a contrarre), ben potrebbe divenire abusiva se posta in essere dall’impresa dominante ³⁵¹.

Nel quadro sopra tratteggiato, ci si è chiesti allora se le Tre Sorelle, detenendo cumulativamente oltre il 93% delle quote del mercato mondiale del *rating* (con indice di concentrazione Herfindall-Hirschmann, o Hhi, pari a 3189) ³⁵², non possano considerarsi anch’esse destinatarie di una “speciale responsabilità” nel senso sopra precisato.

Invero, lo spunto per diretta applicabilità della normativa *antitrust* al mondo delle agenzie di *rating tout court* non è nuovo. Infatti, la chiara sussistenza di un notevolissimo potere di mercato, fondato sul meccanismo reputazionale e consolidato dalla regolazione di settore (in prima linea anche quella italiana, che con la legge sulla cartolarizzazione richiedeva obbligatoriamente agli emittenti il giudizio ad almeno due delle principali agenzie) ³⁵³ ha

³⁴⁹ PARDOLESI R., FAELLA G., *Foreclosure della rete per effetto di sub-investimento strategico*, in *Annuario dell’Energia*, 2014, pp. 131 ss.

³⁵⁰ LIBERTINI M., *Abuso del diritto e abuso di posizione*, cit., p. 7.

³⁵¹ *Ibi*, p. 8, dove l’A. nega come questo valga a classificare l’abuso di posizione dominante quale *species* di abuso del diritto.

³⁵² Dati riferiti alla tavola delle quote di mercato per l’attività di *rating* del credito (inclusi i servizi accessori) per l’anno 2014, *European Commission, Study on the State of the Credit Rating Market: Final Report*, January 2016, p. 25. Sull’esistenza di una posizione dominante riferibile alle tre principali agenzie di *rating* globali non sorgono dubbi: infatti, sotto il profilo quantitativo la giurisprudenza europea ha più volte ribadito come «una quota pari al 90% del mercato risulti una prova sufficiente dell’esistenza di una posizione dominante» (D’IPPOLITO G., *L’abuso di posizione dominante*, cit., p. 556, nt. 30), la quale ben può essere *collettiva* quando si tratti di quote di mercato congiuntamente detenute in un regime di oligopolio ristretto; del pari, sotto il profilo temporale, ulteriore conferma si è avuta notando come, a dispetto delle crisi finanziarie del 1997 e del 2008, «non solo le quote di mercato delle Big Three sono rimaste sostanzialmente invariate, ma anche l’andamento dei loro titoli in borsa e del loro conto economico non sembrano aver risentito, se non in misura assai ridotta, di tali vicende» (OLIVIERI G., *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2012, 2, p. 285).

³⁵³ La legge 30 aprile 1999, n. 130 recante “disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti”, nel disciplinare il programma dell’operazione, specifica al comma 4 che «[n]el caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l’operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi», intendendosi necessariamente con tale termine almeno due agenzie riconosciute e registrate nel territorio dell’UE. Accanto a questa, di grande impatto si ricorda anche la norma sulla vigilanza bancaria,

aperto all'idea di una "contaminazione generalizzata" tra il regolamento CRAs e la disciplina europea sulla concorrenza ³⁵⁴.

In questa prospettiva, valorizzando per l'appunto la somma delle posizioni delle *Big Three*, si è detto che il loro operare ben potrebbe integrare gli estremi dell'illecito *antitrust*.

In particolare, tale possibilità si è prospettata in relazione a tre diverse ipotesi di condotta abusiva, perpetrabili dalle tre agenzie e riscontrabili, rispettivamente, nell'imposizione di prezzi elevati, nell'errore tecnico condiviso ³⁵⁵ e, per l'appunto, nella pratica "estorsiva" dei *rating* non-richiesti.

Sulla prima ipotesi non ci si soffermerà in quanto, trattandosi di prezzi eccessivi (*i.e.* quale pagamento di un corrispettivo per un servizio svolto dall'agenzia), verosimilmente non potrà che riferirsi a *rating* richiesti. Per completezza, in questa sede basti notare che, seppure in astratto sia stato sostenuto che i margini di redditività che connotano l'attività, il medesimo *modus operandi* e la relativa uniformità delle tariffe praticate potrebbero rilevare quali indici di un abuso di posizione dominante *collettiva* (*sub specie* di imposizione di prezzi eccessivamente elevati), in concreto non si è registrato alcun riscontro empirico ³⁵⁶.

contenuta nell'art. 53 d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, d'ora in poi t.u.b.) e che alle banche di servirsi di società esterne (*i.e.*, le agenzie di *rating* riconosciute) per la valutazione del rischio di credito, su cui calcolare i requisiti di adeguatezza patrimoniale; per una panoramica sui richiami normativi si vd., per tutti, SCARONI C., *op. cit.*, pp. 785 ss.

³⁵⁴ Seppur con riferimento all'art. 101, par. 1 TFUE, nella letteratura francese, si vd. GALOKHO C., *Existe-t-il des ententes anticoncurrentielles entre les agences de notation?*, in *Revue de droit bancaire et financier*, juillet 2012, n. 4, étude 22.

³⁵⁵ Segnatamente, si è detto che «*lo stesso errore tecnico condiviso, in quanto idoneo a provocare distorsione nella concorrenza fra emittenti e intermediari, nei mercati di riferimento, potrebbe trasformarsi in un abuso di posizione dominante collettiva*» (LIBERTINI M., FABBIO P., *Concorrenza e rating finanziario*, in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, cit., p. 164). *Ibi*, sulla ricostruzione analitica dell'abuso di posizione dominante collettiva delle Tre Sorelle, anche sotto il profilo del c.d. "parallelismo dei comportamenti" si richiama necessariamente il lavoro di PETIT N. (*Credit rating agencies, the sovereign debt crisis and competition law*, in *European Competition Journal*, 2011, Vol. 7, n. 3, pp. 587 ss.), dove l'A. declina l'*abuse* nelle due diverse tipologie, dei "Rating Errors" e degli "Extortionate Ratings".

³⁵⁶ Non milita in questo senso l'applicazione dell'art. 102 TFUE alla condotta di una delle Tre Sorelle, proprio in virtù del fatto che l'abuso fosse di posizione dominante *individuale* e legato a circostanze specifiche (monopolio di una speciale banca dati). Segnatamente, nel 2011 Standard & Poor's (allora divisione della The McGraw-Hill Companies Inc. statunitense) si era vista addebitare in una comunicazione a norma dell'art. 27, par. 1, Reg. CE n. 1/2003 – in combinato disposto con l'art. 10, par. 1, Reg. CE n. 773/2004 – la violazione del cit. art. 102 TFUE, che vieta l'abuso di posizione dominante, *sub specie* per la ritenuta applicazione di prezzi indebitamente elevati a fronte dell'assegnazione, da parte dell'agenzia medesima, dei numeri di identificazione

Al contrario, la seconda ipotesi “dell’errore tecnico condiviso” merita qualche breve notazione, ben potendosi inserire – quantomeno in linea teorica – tanto nella dinamica dei *rating* richiesti quanto in quella degli *unsolicited rating*. In particolare, si è detto che gli errori nell’assegnazione dei giudizi commessi da tali agenzie, in quanto detentrici di un *significant market power* (SMP), potrebbero avere l’effetto di distorcere la concorrenza tra emittenti e intermediari quando risultano essere “condivisi”, ossia frutto di una sorta di coordinazione delle condotte senza che ciò implichi l’esistenza di un esplicito accordo collusivo (c.d. “*tacit collusion*”). Sul punto, sebbene l’applicazione in questi termini dell’art. 102 TFUE abbia il condivisibile intento di proporre una soluzione che miri «*piuttosto che [a] risarcire i danni una volta prodotti, [ad] evitarli con mezzi preventivi*»³⁵⁷, non convince fino in fondo, quantomeno così come proposta finora.

Invero, seppure l’elemento psicologico della condotta (*i.e.* l’intenzionalità della condotta abusiva) non sia elemento costitutivo della fattispecie di cui all’art. 102 TFUE e, di conseguenza, non occorra provare il dolo “comune” delle agenzie nell’emettere, tutte, un giudizio falso, errato o intempestivo al fine di acquisire e/o consolidare il proprio potere di mercato, ciò non vale a dedurre un’automatica sussistenza dell’abuso di posizione dominante collettiva nel caso in cui si abbia una convergenza di giudizi “al ribasso” o, al contrario, eccessivamente ottimistici.

Prima ancora della distorsione rispetto a un modello di buon funzionamento del mercato, dovrebbe, in ogni caso, potersi rilevare l’elemento oggettivo dell’errore, che – in virtù di quanto si è ampiamente specificato in relazione al concetto di *rating errato*³⁵⁸ – il legislatore europeo ha deciso di “tipizzare”, rendendolo giuridicamente rilevante solo nella misura in cui si estrinsechi in una violazione delle regole di cui all’allegato III del reg. del 2013 (ossia, un errore di metodo).

internazionale degli strumenti finanziari (ISIN). La vicenda si era poi conclusa con una decisione per l’assunzione di impegni da parte di S&P’s. In via generale, poi, può dirsi che le criticità in concreto riscontrate nel definire preventivamente quale sia un “prezzo equo” (*rectius* competitivo) – ragion per cui «*nella prassi decisionale di Commissione e autorità nazionali, così come nella giurisprudenza delle giurisdizioni europee, la contestazione di un abuso da prezzi eccessivi rappresenta un caso più unico che raro*» – valgano a maggior ragione in un mercato come quello del *rating*, caratterizzato dall’alto tasso di tecnicità dei servizi e dei prodotti offerti (OSTI C., *op. cit.*, p. 29).

³⁵⁷ NORI G., *La sovranità degli Stati, il rating e le regole sulla concorrenza*, in *Quaderni Costituzionali*, 2012, p. 10.

³⁵⁸ Per cui si vd. CAP. II, SEZ. II.

Sul piano dell'effettività della tutela dei soggetti potenzialmente danneggiati, si è sostenuto, allora, che «*il ricorso alla violazione di norma antitrust non è necessario*»³⁵⁹. Com'è noto, infatti, ai sensi dell'art. 35-*bis* reg. UE n. 462/2013, il *rating* errato (*rectius* la violazione delle regole sul metodo) già rileva di per sé quale fatto produttivo di un danno risarcibile, sempreché venga provato dal danneggiato il dolo (o la colpa grave) e il nesso causale.

Allora, è proprio sul piano dei “vantaggi probatori” che si fonda la posizione di quanti caldeggiavano la configurabilità del danno da *rating* quale danno *antitrust*: infatti, non solo il danneggiato non avrebbe più l'onere di provare il dolo o la colpa grave dell'agenzia, ma disporrebbe di prove “privilegiate” provenienti dal processo amministrativo³⁶⁰. Purtuttavia, resterebbe da definire, accanto alla tipicità dell'errore, il suo rapporto con quello che gli economisti definiscono “*tacit collusion*”³⁶¹, ossia la *condivisione tacita* tra le agenzie dominanti dell'errore medesimo.

Venendo, allora, alla terza e ultima condotta potenzialmente integrativa della fattispecie di cui all'art. 102 TFUE, riferibile proprio alla pratica degli *unsolicited rating*, si è parlato di pratica estorsiva nel senso di «*sfruttamento degli emittenti paganti e di impedimento nei confronti delle altre agenzie meno affermate, [...] sotto la minaccia di rating non richiesti e sistematicamente meno favorevoli, o di abbassamento successivo del rating (c.d. notching)*»³⁶².

In primo luogo, il dato per cui, in tal caso, il comportamento posto in essere dall'agenzia in p.d. non integrerebbe nessuna delle condotte abusive tipizzate al par. 2 non osta all'applicazione dell'art. 102 TFUE. I giudici di Lussemburgo, infatti, hanno da tempo precisato come «*l'elenco delle pratiche abusive contenuto nell'art. 102 TFUE non è esaustivo, ragion per cui l'elencazione delle pratiche abusive contenute in tale disposizione non esaurisce le modalità di sfruttamento abusivo di posizione dominante vietate dal diritto dell'Unione (sentenza Deutsche Telekom/Commissione, cit., punto 173 e giurisprudenza ivi citata)*»³⁶³.

³⁵⁹ LIBERTINI M., FABBIO P., *Concorrenza e rating*, cit., p. 165.

³⁶⁰ FABBIO P., *L'efficacia dei provvedimenti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nel processo civile*, in *Concorrenza e mercato*, 2013, pp. 193 ss.

³⁶¹ PETIT N., *Credit rating agencies, the sovereign debt crisis and competition law*, in *European Competition Journal*, 2011, vol. 7, n. 3, pp. 617 ss.

³⁶² *Ibidem*.

³⁶³ Corte Giust., sez. I, sent. 17 febbraio 2011, C-52/09, *Konkurrensverket c. TeliaSonera Sverige AB*, p. 576 (pt. 26), in *EUR-Lex*.

In secondo luogo, – si è detto – tali valutazioni estorsive, proprio in quanto poste in essere da imprese in p.d., potrebbero avere un duplice effetto anticoncorrenziale su vasta scala: da una parte, infatti, l’afflusso di nuovi clienti – “incentivati” da *unsolicited rating* negativi – aumenta la portata della posizione dominante (individuale/collettiva) delle CRAs e ne amplifica le relative inefficienze; dall’altra, riduce le quote di mercato contendibili con potenziali nuovi *competitors*, “catturando” quegli emittenti che non erano precedentemente legati da impegni contrattuali ³⁶⁴. Così facendo, le agenzie dominanti proteggono e conservano la propria posizione dominante (individuale/collettiva).

Dunque, i c.d. *rating* “ostili” potrebbero integrare una particolare ipotesi di abuso di posizione dominante (collettiva), laddove le tre agenzie emettano sistematicamente *unsolicited rating* negativi secondo uno schema di “coordinazione alternata”; schema, quest’ultimo, che «non solo induce i possibili clienti a richiederli per la maggiore probabilità che siano positivi, ma contemporaneamente rafforza la posizione delle tre agenzie perché, attraverso l’entità dei danni che sono capaci di produrre [...], dimostrano la efficacia delle loro valutazioni» ³⁶⁵.

Eppure, ad oggi, la giurisprudenza europea non ha fornito alcun precedente in relazione a questo tipo di abuso. Quello che potremmo definire “acquisto forzato” del *rating* potrebbe considerarsi vietato solo nella misura in cui sia il risultato di una strategia di vincolo (*ex art. 102, lett. d TFUE*, dove la vendita del bene X è condizionata all’acquisto del bene Y) ³⁶⁶. Ciò detto, le valutazioni estorsive possono essere sanzionate per i loro effetti di sfruttamento, nello spirito del divieto di “condizioni di acquisto sleali”, di cui alla lett. a), art. 102 TFUE.

In ogni caso, – si è detto – i *rating* estorsivi potrebbero anche incarnare un nuovo tipo di abuso escludente, ai sensi della lett. b). Se è vero che le imprese dominanti possono essere condannate quando attirano nuovi clienti attraverso prezzi bassi (nei casi di sconti abusivi e

³⁶⁴ PETIT N., *op. cit.*, pp. 653 ss.

³⁶⁵ NORI G., *op. cit.*, p. 10

³⁶⁶ Non a caso, una delle principali novità introdotte dal Reg. CRA del 2009 è stata quella di vietare alle agenzie di svolgere «attività accessorie che compromettano l’indipendenza o l’integrità dell’attività di emissione del rating» (6° considerando). Infatti, alle agenzie è oggi espressamente vietato: a) emettere un *rating* su un soggetto a favore del quale aveva già prestato consulenza legale, finanziaria o organizzativa in materia di *asset* o sulla struttura di *governance*; b) in particolare, emettere un *rating* su emissioni c.d. *rating-driven*, in cui l’agenzia abbia partecipato attivamente all’ideazione del prodotto finanziario (molto spesso strutturato); c) emettere e approvare un *rating* da parte dello stesso soggetto dell’agenzia che abbia partecipato alla negoziazione sulla remunerazione spettante all’agenzia medesima (sia ad opera di singoli soggetti sia nel caso di esecuzione di un disegno interno globale).

prezzi predatori), *a fortiori* sembra giustificato sanzionarle quando raggiungono lo stesso risultato attraverso pratiche maliziose ³⁶⁷.

Invero, come evidenziato da attenta dottrina, non bisogna cadere nell'errore di adottare ciecamente la prospettiva del "pan-*antitrust*", ritenendo la disciplina del diritto della concorrenza perfettamente e indiscriminatamente sovrapponibile alla regolazione di settore. Occorre distinguere prendendo in analisi le specifiche condotte in questione, valutando se le peculiarità delle stesse e dei soggetti che le pongano in essere possano effettivamente richiamare gli estremi dell'illecito *antitrust* e, ancor prima, quale ulteriore apporto l'applicabilità di tale normativa possa comportare ai fini del corretto inquadramento giuridico del fenomeno e dei possibili rimedi alle sue inefficienze.

Di più. Ancora più a monte, occorrerebbe prendere posizione sull'opportunità di un reale incremento della concorrenza nel settore del *rating*, ritenuta da molti non ottimale.

È stato osservato, infatti, che l'abbattimento delle barriere in entrata esporrebbe il mercato al rischio del cd. *rating shopping*, a danno degli investitori meno esperti ³⁶⁸.

In conclusione, seppure la strada dell'abuso di posizione dominante pare intercettare alcune delle principali criticità sul piano dell'effettività di tutela in caso di danno da *rating*, non pare potersi ignorare il dato per cui la *ratio* è pur sempre la tutela della concorrenza, terreno sul quale – come già rilevato in altra sede – la dottrina giuseconomica non è affatto unanime nel ritenere che tale iniezione di maggiore concorrenza abbia quale automatico corollario il

³⁶⁷ PETIT N., *op. cit.*, p. 655, dove l'A. richiama a sostegno della sua tesi i casi di abuso di posizione dominante da parte delle case farmaceutiche, («*The case-law on sham action (Astra Zeneca) and on other deceptive practices (Rambus) seems to support this contention*»).

³⁶⁸ Si vd., tra gli altri, BECKER B., MILBOURN T., *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, in *HBS Finance Working Paper* n. 09-051, 2008, pp. 21 ss.; ID., *How did increased competition affect credit ratings?* in *HBS Finance Working Paper* n. 09-051, 2010, pp. 11 ss.; DITTRICH F., *The Credit Rating Industry... cit.*, pp. 74 ss.; FERRI G., LACITIGNOLA P., *op. cit.*, pp. 103 ss. *Contra*, RABANAL J. P., RUD O. A., *Does Competition Affect Truth Telling? An Experiment with Rating Agencies*, in *Review of Finance*, vol. 22, issue 4, 2018, pp. 1581 ss.; HUNT J. P., *Credit Rating Agencies and The Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, *cit.*, pp. 15 ss.; LEE K. K., SCHANTL S. F., *Financial Reporting and Credit Ratings: On the Effects of Competition in the Rating Industry and Rating Agencies' Gatekeeper Role* in *Journal of Accounting Research*, vol. 57, 2, 2019, pp. 545 ss.

miglioramento dello *standard* di qualità del servizio e, di conseguenza, un aumento del “benessere” della platea dei consumatori, *latu sensu* intesi ³⁶⁹.

4.2 Abuso di dipendenza economica (art. 9 l. subf.)

La seconda proposta di inquadramento teorico degli *unsolicited rating* ostili è quella dell'abuso di dipendenza economica.

In questa prospettiva, si vorrebbe porre l'accento sulla capacità dell'impresa (*rectius* dell'agenzia) di imporre determinate condizioni in uno specifico rapporto contrattuale; capacità che – come accennato *supra* – non determina, di per sé, una posizione dominante ³⁷⁰. Tuttavia, lo sfruttamento di questo potere negoziale potrebbe comportare, quando ne ricorrono le condizioni, un abuso di dipendenza economica, sulla cui figura occorre premettere brevi cenni.

Si ha abuso di dipendenza economica quando «un'impresa è in grado di determinare, nei rapporti commerciali con un'altra impresa, un eccessivo squilibrio di diritti e di obblighi. La dipendenza economica è valutata tenendo conto anche della reale possibilità, per la parte che abbia subito l'abuso, di reperire sul mercato alternative soddisfacenti» (art. 9, legge 18 giugno 1998, n. 192, c.d. legge sulla

³⁶⁹ LIBERTINI M., FABBIO P., *Concorrenza e rating*, cit., p. 166; OLIVIERI G., *I servizi di rating tra concorrenza*, cit., p. 285 ss.

³⁷⁰ Sui rapporti tra l'abuso di dipendenza economica (a.d.e.) e l'abuso di posizione dominante (a.d.p.) la dottrina è sempre stata divisa tra i due opposti orientamenti (i) della sostanziale estraneità tra differenza di struttura e funzione, da una parte, e (ii) della reciproca interferenza e/o sovrapposizione, dall'altra. Sul punto, vd. per tutti FABBIO P., *Abuso di dipendenza economica*, in (a cura di) A. CATRICALÀ, E. GABRIELLI, *I contratti nella concorrenza*, in (diretto da) P. RESCIGNO, E. GABRIELLI, *Trattato dei contratti*, Torino, UTET, 2011, pp. 313-314, dove l'A. rileva come l'aggiunta del comma 3-bis all'art. 9 l. 192/1998 (Legge sulla subfornitura, d'ora in poi l. subf.) sembri avvalorare il secondo orientamento, sottolineando il duplice scopo della norma: infatti, sul piano del diritto nazionale «per la parte in cui è fatta salva l'applicabilità dell'art. 3 l. antitrust, la previsione del 3° co. bis assicura che, anche laddove siano contemporaneamente integrati gli estremi dell'art. 9 l. subf., l'impresa dipendente, vittima dell'abuso, possa continuare ad agire in primo grado innanzi alla corte d'Appello, secondo quanto prevede l'art. 33, 2° co., l. antitrust. In secondo luogo, la norma mira complessivamente a circoscrivere, per ragioni di buon andamento della pubblica amministrazione, i poteri di intervento dell'Autorità garante a quei casi, in cui la portata degli interessi coinvolti è tale da giustificare l'azione amministrativa di un'autorità indipendente nazionale, preposta alla tutela della concorrenza e del mercato. In tal senso depongono la storia della norma ed il contesto istituzionale nel quale essa si inserisce; il confronto con le esperienze straniere; l'interpretazione estensiva che parte della dottrina dà dell'art. 102 TFUE».

subfornitura, l. subf.). Com'è noto, la questione centrale in materia è sempre stata rappresentata dall'individuazione della *ratio* e dalla collocazione sistematica di tale "multiforme" ipotesi di abuso.

Il punto di partenza obbligato è rappresentato dall'analisi della scelta topografica: il travagliato *iter* legislativo, infatti, ha portato all'inserimento della fattispecie in esame nell'ambito della disciplina sulla subfornitura, piuttosto che – come originariamente paventato del legislatore – nell'alveo della normativa *antitrust*, quale ulteriore ipotesi di abuso di posizione dominante (in linea con gli ordinamenti francese e tedesco). Proprio la sua collocazione ibrida e la relativa "vocazione a clausola generale" hanno da subito acceso un intenso dibattito dottrinale sulla natura e sulle finalità della norma; dibattito in questa sede riassumibile nelle due contrapposte visioni (i) filo-concorrenziale, da una parte, e (ii) civilistica, dall'altra.

Secondo la prima, la ricostruzione della fattispecie in esame non può che essere "filo-concorrenziale" non solo perché suffragata dall'argomento comparatistico ³⁷¹, ma in quanto sistematicamente più coerente ed idonea a consentirne concreti sviluppi applicativi. Infatti, trattandosi di «una clausola generale per la disciplina dei rapporti di mercato tra imprese, i principi ai quali si deve fare riferimento sono quelli in materia di buon funzionamento dei mercati, quali si ricavano in particolare dal diritto antitrust e della concorrenza in genere» ³⁷². Peraltro, si è detto che anche la giurisprudenza della Corte di Giustizia aveva a più riprese sanzionato l'abuso di dipendenza economica come intesa restrittiva della concorrenza ³⁷³, a dimostrazione della coerenza della linea interpretativa anzidetta.

Al contrario, secondo la prospettiva "strettamente civilistica", «il divieto di *a.d.e.* appartiene sistematicamente al diritto civile, al diritto dei contratti ovvero ad un diritto dei contraenti deboli,

³⁷¹ Il riferimento è agli ordinamenti francese e tedesco, dove l'omologo del nostro divieto di abuso di dipendenza economica figura quale ulteriore ipotesi di illecito concorrenziale e, in particolare quello tedesco, è anche materialmente inserito nella disciplina di tutela della concorrenza; in linea, peraltro, con la previsione di cui al considerando n. 8, reg. CE n. 1/2003 a tenore del quale «[n]on dovrebbe essere fatto ostacolo, ai sensi del presente regolamento, all'adozione e all'applicazione da parte degli Stati membri, nei rispettivi territori, di leggi nazionali sulla concorrenza più severe che vietano o sanzionano un comportamento unilaterale delle imprese. Tali leggi nazionali più severe possono prevedere disposizioni che vietano o sanzionano un comportamento illecito nei confronti di imprese economicamente dipendenti».

³⁷² FABBIO P., *Abuso di dipendenza*, cit., p. 275.

³⁷³ In particolare, Corte Giust., sent. 12 luglio 1979, cause riunite 32, 36-82/78, caso *BMW Belgium SA et al. c. CEE* in EUR-Lex, per cui si vd. PROSPERI F., *L'abuso di dipendenza economica*, in (a cura di) G. ALPA, G. CONTE, *La responsabilità d'impresa*, in *Istituti di dir. civ.*, Milano, 2015, p. 337 (nt. 44).

*in ogni caso tutti e tre da contrapporre al diritto antitrust o della concorrenza in genere [...]. [Proprio in ragione della] sua natura “civilistica”, il divieto andrebbe inteso come rivolto esclusivamente alla tutela dell’impresa dipendente, a prescindere dagli effetti che la condotta incriminata eventualmente dispiega sul gioco della concorrenza»*³⁷⁴. Il carattere generale dell’a.d.e. sarebbe dato dalla sua forte correlazione con il canone di buona fede in senso oggettivo. In questo senso, molti autori richiamano il generale dovere di lealtà e correttezza reciproca nella condotta dei contraenti (artt. 1337, 1366 e 1375 c.c.) e, in senso più ampio, delle parti di un rapporto obbligatorio (art. 1175 c.c.), ricostruendo l’abuso di cui all’art. 9 quale «specificazione della funzione di controllo dell’equilibrio contrattuale attribuita dall’ordinamento, per l’appunto, al canone fondamentale di buona fede, quale espressione del più generale principio di divieto di abuso del diritto»³⁷⁵.

In ogni caso, trattandosi di fattispecie multiforme dai confini variabili (o, come definita da alcuni, “a compasso variabile”), ben si presta ad interpretazioni estensive fin tanto che si ritengano integrati gli elementi costitutivi dell’illecito in esame. In particolare, per quanto attiene all’ambito di applicazione soggettivo, la dottrina largamente maggioritaria ha da tempo superato le posizioni più restrittive, aprendosi alla possibilità che l’art. 9 l. subf. rilevi nell’intero spettro delle attività economiche e non sia ristretto alla sola tipologia dei rapporti definibili “di fornitura”.

In breve, «se scopo del divieto è quello di impedire che l’impresa dotata di maggior potere contrattuale approfitti della debolezza in cui versa altra impresa per consentire vantaggi in senso lato ingiusti, è evidente che essa debba applicarsi a tutti i rapporti contrattuali tra imprese caratterizzati da uno squilibrio di potere contrattuale, non comprendendosi per quale ragione la vessazione dell’impresa contrattualmente debole dovrebbe essere consentita in alcuni settori del mercato e non in altri»³⁷⁶. Non a caso, il rapporto in questione – si è detto – «non trova limitazione in relazione ai soggetti che vi partecipano: esso può infatti instaurarsi tra imprese, tra imprese e consumatori, tra consumatori, tra imprese grandi o piccole, indifferentemente»³⁷⁷, a differenza di quanto avviene in altri settori dell’ordinamento (si vd., per esempio, l’art. 3 d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206, cod. cons.).

³⁷⁴ Per una panoramica delle diverse posizioni ascritte all’orientamento “strettamente civilistico”, cfr. per tutti FABBIO P., *Abuso di dipendenza ...op. cit.*, p. 273 (nt. 2).

³⁷⁵ PROSPERI F., *L’abuso di dipendenza economica*, in (a cura di) G. ALPA, G. CONTE, *La responsabilità d’impresa*, in *Istituti di dir. civ.*, Milano, 2015, p. 334.

³⁷⁶ PROSPERI F., *L’abuso di ...op. cit.*, p. 335.

³⁷⁷ OSTI C., *L’abuso di dipendenza economica*, in *Merc. Conc. reg.*, Bologna, 1999, p. 20.

In merito agli elementi costitutivi oggettivi, il tratto (più di ogni altro) distintivo della fattispecie di cui all'art. 9 è rappresentato dai c.d. “costi di commutazione” (o *switching costs*), vale a dire quei costi aggiuntivi che l'impresa dipendente si troverebbe «a sostenere o i benefici ai quali [la stessa] dovrebbe rinunciare se si spostasse su di un altro fornitore, al netto dei vantaggi risultanti dallo scambio»³⁷⁸.

Nei rapporti tra agenzie di *rating* e società (o enti) soggette a valutazione, allora, la dipendenza economica potrebbe rinvenirsi non solo nella impossibilità di fatto di reperire il bene specifico (*i.e.* il *rating*) da agenzie diverse da quelle riconosciute (vale a dire, le *Big Three* che, lo si ribadisce, controllano oltre il 90% delle quote del mercato globale dei *rating*) ma anche in un ulteriore profilo, che potrebbe in questa sede definirsi di “dipendenza *normativa*”. Con tale espressione ci si riferisce al più volte citato fenomeno delle c.c. “licenze regolamentari” (o *rating based regulation*), per cui – di fatto, solo – attraverso il giudizio positivo delle agenzie di *rating* riconosciute l'impresa valutata ottiene la “certificazione” del rispetto dei requisiti per accedere ad un determinato trattamento previsto dalla regolamentazione finanziaria³⁷⁹.

Sul punto, è bene precisare che la fattispecie dell'a.d.e., di per sé, «è una fattispecie di abuso di una situazione di fatto, non di abuso del diritto: quando l'abuso ex art. 9 l. n. 192 del 1998 si realizzi attraverso l'esercizio “strumentale” di un diritto [...], ciò che appare scriminante (ai fini della possibilità di ritenere sussistente la fattispecie in esame) è che il comportamento “abusivo” sia (stato) reso

³⁷⁸ OSTI C., *L'abuso di ...op. cit.*, in *Merv. Conc. reg.*, p. 21, dove l'A. evidenzia come «[l]a specificità dei beni, [...] sta nella loro capacità di generare delle quasi rendite, che possono rendersi appropriabili dalla controparte e, in tale misura, pongono il soggetto che ha compiuto l'investimento in posizione di dipendenza, rendendolo vulnerabile ad una situazione di “estorsione” (*holdup*)».

³⁷⁹ L'esempio più eclatante è contenuto nell'Accordo di Basilea II. Com'è noto, il primo («requisiti minimi di capitale») dei c.d. “tre pilastri” su cui l'Accordo si fonda stabilisce che le banche debbano calcolare il proprio patrimonio di vigilanza ‘ponderando’ il valore dei propri *assets* in funzione del rischio ed essi connesso (al crescere del rischio legato ai singoli *asset*, deve aumentare l'entità del patrimonio). In particolare, il reg. UE n. 575/2013, all'art. 113, par. 1 consente alle banche di affidare la valutazione del merito creditizio alle agenzie di *rating* esterne riconosciute (ossia, le c.d. *External Credit Assessment Institution*, o ECAI, per lo più coincidenti sempre con le stesse *Big Three*), con l'ovvia conseguenza che gli emittenti saranno *necessariamente* portati a rivolgersi alle agenzie medesime per ottenere un *rating*. Non perché (o quantomeno non più solamente perché) questo fornisca un contenuto informativo al mercato sul conto dell'emittente ma perché gli conferisce – per l'appunto – una sorta di “licenza regolatoria”.

*possibile non (tanto e non solo) dalla titolarità del diritto esercitato, quanto piuttosto dalla situazione di “dipendenza economica” in cui si trova la controparte»*³⁸⁰.

Peraltro, il fatto che la condotta abusiva del *rating* non-richiesto sia necessariamente posta in essere in un momento antecedente alla conclusione del contratto (proprio perché ne rappresenta lo scopo ultimo), non varrebbe ad escludere l'applicabilità dell'art. 9 l. subf. in quanto «[a]ffinché esista dipendenza è necessario, ovviamente, che vi sia un soggetto dipendente, un soggetto dominante, ed un rapporto tra dominante e dipendente. Che tale rapporto non debba necessariamente essere contrattuale è chiarito piuttosto bene dalla stessa lettera della legge laddove essa prevede che “l'abuso [...] può anche consistere nel rifiuto di vendere o nel rifiuto di comprare”, ciò che di regola sembra escludere un rapporto preesistente, se non altro contrattuale e ancora in corso»³⁸¹. Come a dire che, pur non essendoci (ancora) un contratto, di fatto, c'è già un rapporto³⁸².

Orbene, se si volesse sussumere nell'ipotesi di a.d.e. la dinamica del *push conflict* dell'agenzia, può dirsi che quest'ultima abusa della dipendenza economica dell'emittente, spingendolo – come si è detto, attraverso la minaccia (e/o l'effettiva) emissione di *unsolicited rating* sfavorevoli – a stipulare un apposito contratto di *rating*.

Sul punto, prima ancora di valutare l'operatività dei rimedi tipici della disciplina, occorre preliminarmente dar conto di due scenari argomentativi, diversi a seconda della visione sulla natura dell'abuso di dipendenza economica cui si vuol aderire.

Nel primo caso, aderendo alla tesi filo-concorrenziale si ripresenterebbe la stessa obiezione mossa alla tesi dell'abuso di posizione dominante: se, in ultima analisi, scopo della norma (tanto dell'art. 102 TFUE, quanto dell'art. 9 l. subf.) è quello di tutelare la concorrenza nel mercato, se ne dovrebbe automaticamente desumere una generale ed indiscussa propensione per l'iniezione di maggiore concorrenza nel mercato del *rating*. Invero, rendere più concorrenziale tale mercato non è affatto un dato neutro, né tantomeno scontato. Come si è in precedenza evidenziato, un alto tasso di concorrenzialità non equivale sempre e comunque ad una maggiore efficienza in un mercato altamente specializzato come questo: infatti, dietro l'ingresso di nuovi *incumbents* si cela, come si è detto, il rischio di un fenomeno

³⁸⁰ D'AMICO G., *Recesso ad nutum, buona fede e abuso del diritto*, in *Contr.*, 2010, fasc. 1, p. 22 (nota a margine di Cass. civ., Sez. III, sent. 18 settembre 2009, n. 20106).

³⁸¹ OSTI C., *L'abuso di dipendenza ...op. cit.*, p. 20.

³⁸² *Contra*, si vd. NATOLI R., *Abuso del diritto e abuso di dipendenza economica*, in *I Contr.*, 2010, fasc. 5, pp. 524 ss.

di *rating shopping*, che si sconta per l'appunto in termini di *standard* di qualità e affidabilità dei servizi offerti ³⁸³.

Viceversa, il problema sull'opportunità o meno di incentivare, in via mediata, una maggiore concorrenza non si porrebbe sposando la tesi strettamente civilistica dell'abuso di dipendenza economica; tale fattispecie sarebbe perfettamente applicabile in quanto illecito contrattuale, la cui rilevanza nei rapporti tra agenzie e imprese valutate prescinde dai dubbi sollevati in merito alla struttura di mercato nell'industria del *rating*.

Tuttavia, a ben vedere, pur ammettendo la possibilità che possa rilevarsi un abuso di dipendenza economica (in senso "strettamente civilistico") anche in una fase *antecedente* alla stipula del contratto, il piano dei rimedi rimarrebbe comunque costretto alla tutela risarcitoria, o alternativamente a quella invalidatoria nel caso in cui l'emittente – cedendo alle indebite pressioni dell'agenzia – conferisse poi alla stessa un apposito incarico per un *solicited rating* ³⁸⁴. Ipotesi, quest'ultima, che sul piano della rilevanza statistica resterebbe tutta da dimostrare. Per quanto attiene al primo rimedio, invece, rispetto al regime dell'illecito aquiliano, il risarcimento per a.d.e. presenterebbe solo il vantaggio di sollevare il danneggiato dall'onere di provare l'elemento soggettivo di imputazione, trattandosi di «illecito [...] essenzialmente doloso, [dove] il dolo [...] sarebbe *in re ipsa*» ³⁸⁵.

Dunque, a parere di chi scrive, quando si parla di agenzie di *rating*, dato il significativo potere di mercato, verosimilmente lo scenario più probabile sarà quello "misto", dove il presunto a.d.e. integra *anche* e *soprattutto* gli estremi dell'a.d.p. sopra esaminato e dove, di conseguenza, sarebbe sostenibile l'utilità di rimedi che operino anche *ex ante* (a patto che si arrivi a un punto di incontro sulla *ratio* e sulle finalità della disciplina *antitrust* in materia). Invero, tale scenario fornisce un ulteriore argomento a sostegno della posizione mediana di quanti rifiutano la concezione antinomica delle due prospettive e ritengono che, in realtà, la fattispecie di abuso di dipendenza economica abbia una doppia anima, una sua duplice rilevanza tanto contrattuale quanto concorrenziale, assolvendo alla medesima funzione di «assicurare la correttezza nei rapporti commerciali e, dunque, l'efficienza del mercato».

³⁸³ Si vd. *sub* nt. 368.

³⁸⁴ Tuttavia, in questo caso il rimedio si presterebbe ad uso distorto da parte di quell'emittente in malafede che, avendo in un primo momento ceduto al *rating* estorsivo e stipulato un apposito contratto con l'agenzia, decida di agire per l'accertamento della nullità del contratto solo dopo aver ottenuto un *rating* (richiesto) favorevole.

³⁸⁵ FABBIO P., *Abuso di dipendenza ...op. cit.*, p. 308.

Così, ferma restando l'applicazione dell'art. 3 L. 287/1990 sul piano nazionale e dell'art. 102 TFUE su quello sovranazionale in materia di abuso della posizione dominante, l'Autorità Garante può intervenire qualora ravvisi un abuso di dipendenza economica che abbia rilevanza per la tutela della concorrenza e del mercato (art. 11, legge 5 marzo 2001, n. 57).

Tirando le fila di tale seconda proposta, può dirsi che seppure da un punto di vista teorico l'abuso di dipendenza economica sembra, per certi versi, intercettare la dinamica *latu sensu* estorsiva dei *rating* non richiesti, la sua applicabilità in concreto sembra essere relegata solo ad alcuni (e invero rarissimi) casi, in cui il rimedio, come visto, opererebbe sempre e comunque *ex post facto*.

SEZIONE II

LA RESPONSABILITÀ NEI CONFRONTI DELL'INVESTITORE

SOMMARIO: 1. Dal contenuto informativo del *rating* alla qualificazione giuridica della responsabilità dell'agenzia. Cenni sui modelli teorici alternativi all'illecito extracontrattuale – 1.1 Modello della responsabilità da «contatto sociale»: le teorie dei terzi “prossimi” e della registrazione sul sito web dell'agenzia – 1.2 Modello dell'inadempimento contrattuale nei confronti dei terzi registrati e/o abbonati – 2. Riconduzione al modello di illecito extracontrattuale: la scelta del legislatore europeo – 2.1 Osservazioni preliminari in punto di giurisdizione – 2.2 Il “danno da *rating*” riconosciuto dall'art. 35-*bis* e il rinvio agli ordinamenti nazionali – 2.3 I nodi dell'accertamento giudiziale: gli «elementi informativi precisi e dettagliati» di cui al par. 2, art. 35-*bis* e la relativa “valvola di sfogo” – 2.4 *Segue*. Ipotesi del “danno da *rating*” come danno da perdita di *chance* – 3. La validità delle clausole di limitazione di responsabilità di cui al par. 3, art. 35-*bis* – 4. Prospettive *de iure condendo*. Coordinamento con l'attività di vigilanza dell'ESMA e possibili riflessi probatori sull'accertamento civilistico del “danno da *rating*”.

1. Dal contenuto informativo del *rating* alla qualificazione giuridica della responsabilità dell'agenzia. Cenni sui modelli teorici alternativi all'illecito extracontrattuale

Gli approdi di natura tecnico-economica sul concetto di *rating* “errato” o “inesatto” (o, più correttamente, “invalido”), sui processi di assegnazione nonché di accertamento delle c.d. *performance* predittive dei *rating* hanno permesso di mettere in luce i punti nevralgici in materia di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale delle agenzie di *rating*, fornendo indirettamente dei criteri di delimitazione del perimetro della responsabilità medesima e dando, al contempo, l'opportunità di osservare come le categorie classiche del diritto civile sono declinate in relazione alle specificità del tema.

Muovendo dalle osservazioni svolte in merito alla natura del *rating* e ai metodi esistenti onde valutarne il contenuto informativo ³⁸⁶, è possibile fornire un'ulteriore chiave di lettura per impostare il tema della qualificazione giuridica della responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dei terzi investitori.

Com'è noto, l'attività di tali soggetti professionali si rivolge ad una platea di destinatari amplissima e, soprattutto, estremamente variegata.

Infatti, potenziali ‘fruitori’ del giudizio sintetico sul merito creditizio di una società o di un titolo possono essere: in primo luogo, le società emittenti o enti pubblici sottoposti

³⁸⁶ Per cui si rinvia alla SEZ. II del CAP. II e bibliografia ivi citata.

volontariamente alla valutazione delle agenzie, in forza di un apposito incarico (*solicited rating*); in secondo luogo, i medesimi soggetti, i quali, però – al contrario dei primi – non abbiano ‘richiesto’ un *rating* alle agenzie né abbiano sottoscritto con le stesse un apposito contratto (*unsolicited rating*); in terzo luogo, gli investitori, la cui vasta categoria, tuttavia, necessita di ulteriori distinzioni e opportune precisazioni.

La dottrina classica tradizionalmente distingue per grado di asimmetria informativa tra: *i*) controparti qualificate (o istituzionali), obbligati per legge a tener conto dei *rating* espressi delle agenzie registrate a fini prudenziali (è il caso, ad esempio, delle imprese di investimento, degli enti creditizi, delle imprese di assicurazione, degli O.I.C.V.M. e delle loro società di gestione)³⁸⁷; *ii*) operatori professionali, ossia coloro i quali che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assumono³⁸⁸; *iii*) investitori *retail* (o “al dettaglio”), considerati quale categoria residuale (nonché più debole), che può servirsi del *rating* quale indicatore nelle proprie scelte di investimento.

Peraltro, nella multiforme categoria degli investitori è bene dar conto di un'ulteriore tipizzazione, proposta da una recente dottrina e basata sulle modalità attraverso le quali questi possono venire “in contatto” con i giudizi sintetici formulati dalle agenzie.

³⁸⁷ Tale categoria non è prevista nell'elenco delle definizioni contenuto nell'art. 4 della Dir. MiFID ma è contemplata nel successivo art. 24, che vi include anche i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate dal diritto comunitario o dal diritto interno, i governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, le banche centrali e le organizzazioni internazionali. Sul punto, si vd. per tutti BASTIANON S., *La tutela dell'investitore (non professionale) alla luce delle nuove disposizioni in materia di conciliazione ed arbitrato presso la Consob*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010, fasc.1, pp. 4 ss., in cui l'A. sottolinea come tale specifica categoria è da considerarsi quale sotto-insieme della macro-categoria dei clienti (o operatori) professionali.

³⁸⁸ In particolare, rientrano in tale categoria i soggetti elencati nell'allegato II della MiFID, vale a dire gli enti creditizi, le imprese di investimento, gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, le imprese di assicurazione, i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi, gli organismi di investimento collettivo, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, le imprese di grandi dimensione purché soddisfino determinati requisiti economici, i governi nazionali e regionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali come la Banca mondiale, il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Centrale Europea, la Banca Europea degli Investimenti e le altre organizzazioni internazionali analoghe, nonché gli altri investitori istituzionali, la cui attività principale è investire in strumenti finanziari (c.d. clienti professionali *per se*), sul punto vd. diffusamente BASTIANON S., *op. cit.*, pp. 4 ss.

Segnatamente, è possibile discernere: *a)* da una parte, «coloro che (...) si affidano ai “voti” espressi dalle CRAs per libera scelta e accedono alla relativa consultazione, registrandosi sul sito internet di una o più società di *rating*»³⁸⁹; *b)* dall'altra, «quei soggetti che (...) apprendono dell'esistenza di un determinato *rating* da fonti terze (ad esempio, il proprio intermediario di fiducia, durante la prestazione di un servizio di investimento)»³⁹⁰.

In questa sede, si prenderanno in esame entrambe le *species* di investitori, muovendo dal presupposto (ormai pacificamente ammesso anche dal legislatore europeo) che il *rating* emesso dalle CRAs è suscettibile di influenzare il comportamento di un numero indeterminato di soggetti, a prescindere dall'esistenza o meno di un contratto.

1.1 Modello della responsabilità da «contatto sociale»: le teorie dei terzi “prossimi” e della registrazione sul sito web dell'agenzia

Sulla problematica configurabilità di una responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi-investitori, si può brevemente ricordare come, prima del reg. UE n. 462/2013, larga parte della dottrina avesse mostrato preoccupazione (o quantomeno scetticismo) in relazione all'effettività dei mezzi di tutela esperibili da tali soggetti. Questi ultimi, infatti, in caso di danno derivante dall'errore/violazione commesso dalle agenzie³⁹¹ – non avendo alcun rapporto diretto con le stesse – non avrebbero potuto ricorrere ai rimedi contrattuali, scontando in concreto delle “disparità di trattamento” dovute alla maggior gravosità di onere probatorio ai sensi dell'art. 2043 c.c.

In breve, graverebbe sull'eventuale danneggiato l'onere di provare che il giudizio emesso dall'agenzia specializzata lo abbia indotto ad acquistare titoli valutati positivamente e che si sono poi, al contrario, rivelati rischiosi, determinando la perdita degli interessi e, spesso,

³⁸⁹ LUKACS F., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, in (a cura di) A. PRINCIPE, *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, cit., pp. 219.

³⁹⁰ *Ibidem*.

³⁹¹ Per quanto attiene al concetto di *rating* “sbagliato”, “errato” o “inesatto” si rinvia alla SEZ. II, CAP. II e bibliografia ivi citata.

anche del capitale investito, oltre il danno derivante dal mancato investimento in altri titoli o strumenti più redditizi e remunerativi ³⁹².

Stante la gravosità dell'onere probatorio e, di conseguenza, i contorni molto sfumati di una possibile pretesa risarcitoria da parte dei terzi-investitori, un filone dottrinale si era attestato sulla riconducibilità del comportamento lesivo delle CRAs nell'alveo dell'inadempimento di obbligazioni di fonte legale, anche in assenza di un rapporto contrattuale ³⁹³.

In particolare, le argomentazioni proposte a sostegno di una responsabilità contrattuale dell'agenzia si fondano sulla prospettiva, secondo la quale la regolamentazione delle agenzie di *rating* e della loro attività risponda non tanto (o quantomeno non solamente) all'obiettivo dell'efficienza del mercato, quanto piuttosto all'interesse alla *salvaguardia degli investitori*.

Segnatamente, si vorrebbe tutelare il diritto dell'investitore all'informazione corretta, completa e adeguata, imputando un obbligo in questo senso (ossia, all'*informazione esatta*) in capo ai soggetti che svolgono professionalmente o istituzionalmente un'attività di raccolta e diffusione di informazioni ³⁹⁴.

Così, gli specifici doveri posti in capo alle società di *rating* contenuti nella normativa (quali, ad esempio, quelli di registrazione, di *corporate governance*, di comportamento, ecc.), nonché l'introduzione di un apposito sistema di vigilanza, dimostrerebbero la centralità di tale obiettivo, sul presupposto riconoscimento del valore del prodotto-*rating*.

In altre parole, la disciplina dell'attività dettata dal legislatore europeo, da una parte, sarebbe indice «del riconoscimento di una pretesa dell'emittente ad ottenere *ratings* accurati e corretti (...), [dall'altra] potrebbe condurre ad affermare la ragionevolezza dell'affidamento

³⁹² Sui caratteri del c.d. "danno da *rating*" e criteri per la sua liquidazione, si vd., tra gli altri, SCARONI C., *op. cit.*, pp. 764 ss.

³⁹³ Di questo avviso, tra gli altri, FACCI G., *op. cit.*, pp. 197 ss.; SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 291 ss. Più recentemente, anche in seguito all'emanazione del reg. UE n. 462/2013, continua a sostenere il modello del contatto sociale, con le opportune precisazioni ai fini di una identificabilità *ex ante* dei soggetti potenzialmente danneggiati dal *rating*, PICARDI L., *op. cit.*, pp. 189 ss.

³⁹⁴ In questo senso, molti richiamano la giurisprudenza di legittimità, *ex multis*, Cass. civ., 4 giugno 1962, n. 1342, in *Giur. it.*, I, fasc. 1, pp. 958 ss.; da ultimo, Cass. civ., Sez. III, sent. 28 febbraio 2012, n. 3003, in *DeJure* (dove si richiamano i precedenti in materia di responsabilità da prospetto informativo inesatto, *sub specie* Cass. civ., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056 e Sez. un., ord. 8 aprile 2011, n. 8034); cfr. tra gli altri, DI DONNA L., *op. cit.*, pp. 275 ss.

riposto dai terzi investitori sui *ratings* emessi dalle agenzie registrate, qualificabile in termini di fonte di obbligazione *ex art.* 1173 c.c., nonché la natura di responsabilità da contatto sociale, cui le stesse sarebbero esposte nei confronti di costoro»³⁹⁵.

Sul punto, sebbene possa ritenersi ormai acclarato lo *status* soggettivo altamente qualificato di tali società – includendole (anche se, di volta in volta, con etichette diverse quali “operatori professionali” o *gatekeepers* del mercato) nell’ambito degli esercenti «attività latamente riservate»³⁹⁶ – le questioni più controverse, su cui si è aperto il dibattito in dottrina, hanno riguardato la determinatezza o determinabilità della cerchia dei possibili “utenti” del *rating*.

Vale a dire che le maggiori criticità si sono riscontrate nel tentativo di delineare una più ristretta cerchia di possibili utilizzatori, da far coincidere con coloro i quali siano da considerarsi «esposti al rischio in una misura *prevedibile* da parte del potenziale danneggiante» (*i.e.*, l’agenzia di *rating*)³⁹⁷. In capo a costui, infatti, deve potersi ravvisare la consapevolezza del rischio di danno *contra ius* cui, con la sua condotta, espone altri soggetti coi quali entra in un “rapporto anche soltanto sociale”³⁹⁸.

In questo senso, un tentativo di circoscrivere o tipizzare la sconfinata platea di terzi-utilizzatori del *rating* è stato compiuto da chi sostiene l’astratta configurabilità in capo all’agenzia di una responsabilità contrattuale nei confronti dei sottoscrittori di una data emissione di strumenti finanziari (come nel caso di titoli emessi nell’ambito di un’operazione di cartolarizzazione) o, più in generale, nei confronti di gruppi selezionati di investitori professionali, cui siano riservate – in via esclusiva – offerte di determinati strumenti finanziari.

³⁹⁵ In questi termini, PICARDI L., *op. cit.*, p. 199.

³⁹⁶ PICARDI L., *op. cit.*, p. 197. Più in generale, sulla compatibilità tra le regole “speciali” destinate a trovare applicazione ai *rating* emessi dalle agenzie registrate nell’Unione Europea e il meccanismo dell’equivalenza o riconoscimento dei *rating* emessi da agenzie non registrate, in virtù del principio della libera circolazione dei servizi (art. 57 TFUE), si vd. § 4, SEZ. II, CAP. II.

³⁹⁷ Così PICARDI L., *op. cit.*, p. 200, la quale richiama MAZZONI A., *op. cit.*, pp. 209 ss., il quale, tuttavia, a sua volta si riferisce sì a soggetti altamente qualificati (nella specie, analisti finanziari, valorizzandone lo *status* professionale), ma facendo leva sull’affidamento “veicolato” delle dichiarazioni di questi rispetto ai terzi utilizzatori, che debbono essere, appunto, individuati o individuabili. Il dubbio insiste proprio sulla difficoltà di ritenere che l’affidamento ai *rating* possa essere in qualche misura veicolato.

³⁹⁸ MAZZONI A., *op. cit.*, p. 227.

Così, secondo alcuni, potrebbe venire a delinearsi una cerchia più ristretta di potenziali fruitori del giudizio sintetico delle agenzie, le quali – assegnando un *rating* agli strumenti finanziari destinati ad investitori *selezionati* – verrebbero ad instaurare con costoro una *special relationship*³⁹⁹ o, per l'appunto, un “contatto qualificato”.

Quest'opzione ermeneutica avrebbe il pregio di «ridimensionare il rischio di incorrere in ingiustificate disparità di trattamento fra terzi utilizzatori dei *ratings* appartenenti ad una cerchia ristretta e dotati di un'elevata professionalità, la cui tutela sarebbe assegnata al campo della responsabilità contrattuale, e terzi “remoti” che intendano far valere una pretesa risarcitoria per un danno asseritamente derivante da un'operazione, in ordine alla quale l'agenzia abbia diffuso nel mercato un *rating* falso o inesatto (...)»⁴⁰⁰.

In più, secondo la ricostruzione prospettata, il livello di professionalità degli investitori consentirebbe di identificare *ex ante* i possibili destinatari degli obblighi di protezione derivanti dal contatto sociale, fungendo da presupposto e, al contempo, da limite per la responsabilità nei loro confronti: infatti, se in virtù delle proprie conoscenze tecniche l'investitore professionale sia in grado di cogliere autonomamente l'inattendibilità del *rating*, l'obbligazione risarcitoria nei suoi confronti dovrebbe essere ridotta, se non addirittura esclusa.

I rilievi della predetta teoria si prestano ad una serie di obiezioni.

Invero, come si è avuto modo di chiarire in precedenza, uno strumento di carattere generale utile a mitigare quelle disparità di trattamento, dovute al diverso livello di professionalità o cultura finanziaria, esiste già ed è previsto dall'art. 1227 c.c., per cui «*se il fatto colposo del creditore ha concorso a cagionare il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate. Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza*».

³⁹⁹ Sul punto, PICARDI L., *op. cit.*, p. 200, richiama il presupposto sul quale, in due casi, le Corti statunitensi hanno respinto la difesa basata sul *First Amendment* e hanno riconosciuto al *rating report* (relativo a strumenti destinati ad un ristretto e qualificato gruppo di investitori) valore di “*commercial speech*”, *Abu Dhabi Commercial v. Morgan Stanley*, 269 F.R.D., 252; 2010 U.S. Dist. LEXIS 59339, e *de relato Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc.*, 472 U.S. 749, 1985.

⁴⁰⁰ PICARDI L., *op. cit.*, p. 201.

Peraltro, come già accennato in altra sede, la centralità nel sistema codicistico dell'art. 1227 c.c. ne permette l'applicazione sia che si tratti di responsabilità contrattuale, sia che si sia di fronte all'ipotesi di responsabilità extra-contrattuale ⁴⁰¹.

Di talché, non si comprende la necessità di simili forzature nel tentare di configurare una responsabilità da contatto sociale fondata sul grado di professionalità, con una conseguente “contrattualizzazione” dei contatti tra agenzie e terzi c.d. prossimi (peraltro, non è chiaro se su scala nazionale o globale, data la vocazione del *rating*) per giungere, tra l'altro, all'obiettivo di assicurare una tutela più pregnante (ossia, quella contrattuale) non alla “parte più debole” – che a rigore dovrebbe essere quella dei terzi c.d. remoti, sprovvisti di conoscenze tecniche – bensì agli investitori professionali.

È noto, infatti, come l'enucleazione dell'obbligazione avente ad oggetto la protezione di terzi, sganciata dall'esistenza di un apposito contratto, richieda un rapporto qualificato proprio tra una “parte debole” ed un soggetto che con questa interagisca nell'ambito della propria attività professionale. Il contatto *de qua*, allora, rappresenta l'occasione per la quale sorgono, in capo al soggetto avente lo *status* professionale, obblighi di comportamento nei confronti di coloro i quali siano esposti a pericolo, proprio in ragione del contatto medesimo.

In breve, non solo nelle ipotesi descritte non sarebbe dato rinvenire nessun rapporto o “contatto qualificato” tra le agenzie di *rating* e i terzi c.d. prossimi ma, anche a volerlo ammettere, non se ne comprende il fine, posto che ciò avrebbe quale unica conseguenza quella di agevolare (con un considerevole sgravio in punto di prova) la categoria degli operatori o investitori professionali, che – in quanto tali – non paiono essere i destinatari elettivi di obblighi di protezione o, in generale, di una maggior tutela in quanto “parti deboli”.

Un'altra parte della dottrina, invece, ha tentato un'ulteriore ricostruzione del rapporto tra le agenzie di *rating* e terzi investitori in termini di «contatto sociale», basandosi sull'eventuale registrazione dei secondi sul sito internet ufficiale delle prime ⁴⁰².

Secondo tale impostazione, l'atto della registrazione sul sito web di una o più agenzie di *rating* da parte di un investitore varrebbe a “selezionarlo” o “tipizzarlo”, quale destinatario del prodotto offerto da tali operatori professionali, facendo sorgere in capo a questi ultimi gli obblighi di protezione di cui si è detto.

⁴⁰¹ Cfr. CAREDDA V., *Concorso del fatto colposo del creditore*, Art. 1227, cit. pp. 5 ss.

⁴⁰² Cfr. SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 291 ss.

Anche questo indirizzo interpretativo non è andato esente da critiche, posto che l'eventuale registrazione sul sito web non può essere idonea a restringere la cerchia dei potenziali "fruitori" del *rating*, non potendosi certamente immaginare che le informazioni rese dal valutatore restino "confinare" ai soli soggetti registrati.

Del resto – come evidenziato da autorevole dottrina – «le informazioni contenute nel web sono fornite in adempimento di un obbligo negozialmente assunto verso il *solicited rating* ovvero create spontaneamente e solo successivamente messe a disposizione degli investitori interessati»⁴⁰³.

L'orientamento largamente maggioritario ha contestato, su più fronti, la praticabilità del contatto sociale nell'ambito dell'attività di *rating*, correttamente evidenziando come l'eventualità di una sua configurazione tramite registrazione potrebbe determinare una «variazione del titolo della responsabilità del professionista *à la carte*, come accadrebbe qualora un investitore, avuta in precedenza conoscenza *aliunde* di un determinato voto di *rating*, si apprestasse, in seguito, a completare la procedura di registrazione presso il sito web dell'agenzia che lo ha emesso al solo scopo di creare un contatto sociale, strumentale all'affermazione di responsabilità contrattuale del professionista»⁴⁰⁴.

Non essendo determinabile, a monte, l'entità dei destinatari potenzialmente interessati, viene a mancare proprio il requisito della *relazione* agenzia/investitore, rendendo allora del tutto inconsistente la tesi di un "contatto", cui ricollegare un'aspettativa di protezione come quella derivante da una relazione contrattuale.

A riprova della bontà dell'obiezione, è stato più volte ribadito «come l'*humus* per l'operatività dei rimedi di natura obbligatoria siano le situazioni immerse in una *dimensione relazionale* perché caratterizzata da obblighi tra le parti che si trovino l'una di fronte all'altra»

⁴⁰⁵.

⁴⁰³ GRECO F., *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, fasc. 11, p. 10.

⁴⁰⁴ *Ibidem*. Più in generale, sulla contrarietà all'opzione della responsabilità contrattuale da 'contatto sociale' delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori, si vd., tra gli altri, SANNA P., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, Ed. Scient. It., 2011, pp. 27 ss.; MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, fasc. 7, pp. 635 ss.; PARMEGGIANI F., *op. cit.*, pp. 121 ss.

⁴⁰⁵ GRECO F., *op. cit.*, p. 10, dove si richiama CASTRONOVO F., *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, pp. 71 ss. (cors. agg.).

A ben vedere, oltre all'assenza della "dimensione relazionale", contro l'ipotesi della responsabilità da contatto sociale militano ragioni logiche prima ancora che giuridiche, che ne rivelano la debolezza già sul piano delle premesse.

Infatti, i modelli teorici brevemente illustrati muovono dal presupposto, tutt'altro che incontrastato, che il *rating* sia un'informazione e che, in quanto tale, l'agenzia avrebbe l'obbligo di diffonderla solo quando "esatta".

Invero, le osservazioni preliminari di carattere economico svolte in relazione alla natura del *rating* e ai suoi processi di formazione e validazione portano a conclusioni (*rectius* muovono da premesse) diverse.

L'informazione è un «dato rappresentativo della realtà suscettibile di essere comunicato»⁴⁰⁶ e valutato in termini di verità/falsità; lo stesso non può dirsi per il *rating*. Come si è avuto modo di sottolineare in altra sede, il *rating* – in quanto misura *ordinale* (e non *cardinale*) del livello di rischio di insolvenza di un dato titolo o emittente – rappresenta un giudizio prognostico, che può dirsi al più interpretativo di un'ipotetica realtà futura, non anche rappresentativo di una realtà presente.

Il fatto che il valore di tale indicatore sia stato pressoché pacificamente riconosciuto, in quanto utile a ridurre le asimmetrie informative connaturate nel mercato, non significa necessariamente «affermare che l'elaborazione dei *rating* sia sinonimo di diffusione di informazioni»⁴⁰⁷.

Cionondimeno, la corretta percezione della natura del prodotto-*rating* non implica una sua degradazione a mera *opinione*, con applicazione – a livello nazionale – della disciplina relativa a giornalisti economici in materia di diritto di cronaca/critica⁴⁰⁸, né tantomeno una

⁴⁰⁶ ZENO-ZENCOVICH V., *Informazione (profili civilistici)*, in *Digesto disc. priv., sez. dir. civ.*, vol. IX, Torino, UTET, 1993, p. 421.

⁴⁰⁷ LUKACS F., *op. cit.*, p. 223.

⁴⁰⁸ Cfr. "Carta dei doveri dell'informazione economica", attualmente parte integrante del *Testo unico dei doveri del giornalista*, su www.odg.it. In argomento, FUSARO AR., *Informazioni economiche e "reputazione d'impresa" nell'orizzonte dell'illecito civile*, Torino, Giappichelli, 2010, pp. 216 ss.; MOGLIA G.G., RISTUCCIA R., *Giornali, correttezza dell'informazione finanziaria e tutela del mercato mobiliare*, in *Dir. inf. inform.*, 1991, pp. 9 ss.; ZENO-ZENCOVICH V., *L'informazione finanziaria fra regolazione dei mercati e disciplina dell'attività giornalistica*, in *An. giur. econ.*, 2006, fasc. 2, pp. 247 ss.; VELLA F., *"Selfregulation" e giornalismo economico*, cit., pp. 279 ss. In giurisprudenza, si vd., *ex multis*, Cass. civ., Sez. I, sent. 28 agosto 1998, n. 8574 in *DeJure*; Cass. civ., Sez. III, sent. 27 ottobre 2004, n. 20783, in *DeJure*; Cass. Civ., Sez. III, sent. 18 ottobre 2005, n. 20137, in *DeJure*; Cass. civ., Sez. III, sent. 8 febbraio 2007, n. 2751, in *DeJure*; Cass. civ., Sez. III, sent. 20 luglio 2010, n. 16917, in *DeJure*.

regressione all'epoca in cui nelle Corti statunitensi si sosteneva la sostanziale impunità dell'operato delle agenzie.

Al contrario, la conoscenza delle metodologie alla base del processo di assegnazione dei *rating* e l'esistenza di strumenti per valutarne la qualità (*rectius* misurarne le *performance* predittive) dimostrano che l'inesattezza o l'errore non sono categorie inapplicabili *in toto* a tale attività, ma soltanto al *rating in sé* (quale prodotto); ben potendo, invece, riferirsi al *quomodo*, vale a dire ai relativi procedimenti di emissione ⁴⁰⁹.

1.2 Modello dell'inadempimento contrattuale nei confronti dei terzi registrati e/o abbonati

Prima dell'introduzione dell'art. 35-*bis* da parte del c.d. "terzo regolamento", una parte della dottrina aveva proposto una diversa opzione contrattuale per inquadrare il rapporto tra le agenzie di *rating* e terzi investitori.

In particolare, il riferimento è a quella cerchia di investitori che decidono di registrarsi e/o abbonarsi sul sito web ufficiale di una o più agenzie di *rating*. Più precisamente, per accedere ai contenuti principali dell'attività svolta da tali soggetti (in alcuni casi anche per la stessa consultazione dei *rating* correnti, *watchlists* o l'accesso alle metodologie) è necessario per l'investitore registrarsi sul relativo sito, accettando secondo le modalità della contrattazione *on line* i termini dei c.d. "accordi d'uso".

Nell'atto di registrarsi, il soggetto interessato ad accedere ai contenuti del sito dell'agenzia deve fornire una serie di informazioni sulla propria identità e sugli scopi per i quali intende registrarsi. Tali accordi prevedono, inoltre, a carico di chi intenda sottoporsi a registrazione l'obbligo di utilizzo dei contenuti per scopi puramente personali, vietandone la diffusione a fini commerciali.

Di contro, la parte dei *terms of use*, concernente gli obblighi gravanti sull'agenzia di *rating*, è solitamente connotata da un elevato grado di genericità e ambiguità, al contrario della disciplina estremamente dettagliata prevista in relazione ai *disclaimers*, o clausole di limitazione della responsabilità (sulla cui controversa validità si dirà *infra* § 3).

⁴⁰⁹ In questo senso, tra gli altri, PERRONE A., *Le agenzie di rating in La società per azioni oggi*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10 Novembre 2006, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1023 ss.; PONZANELLI G., *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *An. giur. econ.*, 2012, fasc. 2, p. 452.

In ogni caso, una volta eseguita la registrazione, il soggetto potrà scegliere se limitarsi a quest'ultima ovvero procedere alla sottoscrizione di un abbonamento, per avere accesso a contenuti ulteriori.

Nella prima ipotesi, verrebbe in rilievo la figura del contratto con obbligazioni a carico del solo proponente *ex art. 1333 c.c.*, per cui la società di *rating* mette gratuitamente a disposizione dei sottoscrittori dell'accordo i contenuti di cui sopra, dichiarando di avere ottenuto «tutte le informazioni che pubblica sul sito da fonti che considera precise e attendibili»⁴¹⁰.

Nel secondo caso, invece, lo stesso investitore, interessato ad avere accesso all'ulteriore offerta di contenuti, potrà abbonarsi e pagare quindi un corrispettivo.

Una parte della dottrina ha sottolineato come in entrambi i casi possa difficilmente negarsi l'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti, certamente riconducibile alla categoria dei c.d. «contratti per adesione», di cui all'art. 1341 c.c.

Tali accordi, infatti, risultano predisposti unilateralmente dalle agenzie e non sono negoziabili, per cui il pubblico indistinto di soggetti, cui i *terms of use* sono destinati, si limita ad aderirvi.

Ne deriva che, quantomeno in astratto, non sembrano riscontrarsi difficoltà nel configurare una responsabilità contrattuale delle CRAs nei confronti degli investitori registratisi e, *a fortiori*, abbonatisi, rispondendo nei confronti di questi ultimi ai sensi dell'art. 1218 c.c.

Prima dell'emanazione della normativa europea in materia di *rating*, l'interrogativo principale si era sollevato sull'effettiva enucleazione del contenuto dell'inadempimento contrattuale.

In particolare, si era posto l'accento sulla difficoltà di delineare in cosa dovesse consistere l'inadempimento da parte delle agenzie di *rating*, stante il grado di indeterminatezza del contenuto negoziale⁴¹¹.

Invero, dal tenore degli accordi pubblicati sui relativi siti web delle agenzie, pareva che queste ultime non fossero tenute ad alcuna prestazione nei confronti delle potenziali controparti, se non quella di consentire loro l'accesso ai contenuti del relativo sito; da qui, la

⁴¹⁰ Così l'accordo di utilizzo che Moody's sottopone a tutti gli interessati alla consultazione del proprio sito web, ma le formule sono sostanzialmente comuni a tutte e tre le *Big Three*.

⁴¹¹ Cfr., per tutti, <https://www.spglobal.com/en/terms-of-use>.

difficoltà (se non proprio impossibilità) di poter dedurre da siffatte pattuizioni l'imputazione di un inadempimento ⁴¹².

Come noto, l'introduzione degli specifici obblighi di fonte legale (prima con il reg. CE n. 1060/2009, poi con il reg. UE n. 462/2013) ha sopperito alla lacuna e concretizzato «il “fumoso” contenuto obbligatorio degli “accordi d'uso”» ⁴¹³, superando parzialmente il problema, quantomeno in linea teorica.

Le questioni, tutt'ora controverse, restano quelle relative all'accettazione, in prima battuta, del contenuto degli accordi d'uso e, per l'effetto, delle clausole di esonero da responsabilità ivi previste.

A ben vedere, però, il contesto economico italiano dimostra che l'accesso ai mercati finanziari da parte di investitori *retail* avviene, nella stragrande maggioranza dei casi, attraverso i “canali tradizionali”, vale a dire per il tramite di un istituto creditizio, stipulando con esso (*rectius* con l'intermediario finanziario) un apposito contratto di investimento. Difficilmente, infatti, l'investitore medio si documenta in via del tutto autonoma con la registrazione (o l'iscrizione in abbonamento) ai siti web delle CRAs; al contrario, solitamente, costui viene a conoscenza del *rating* di una o più “agenzie riconosciute” quando tale indicatore gli venga fornito – insieme al compendio informativo, dovuto in forza del relativo contratto – dall'intermediario.

Così, il pressoché assente contenzioso diretto tra agenzie di *rating* e investitori potrebbe spiegarsi – oltre che per le iniziali lacune normative di cui si è dato conto – proprio in ragione del fatto che l'investitore sarà più propenso a far valere le sue pretese risarcitorie nei confronti dell'intermediario, con il quale abbia stipulato un apposito contratto, dettagliatamente disciplinato dalla regolamentazione finanziaria e, in forza del quale, il primo si sia “affidato alle cure” del secondo ⁴¹⁴.

Ne deriva che sul piano prasseologico, l'ipotesi di una responsabilità contrattuale invocata dall'investitore sottoscrittore si riduce a un mero “caso di scuola”.

⁴¹² BLAUROCK U., *Control and responsibility of credit rating agencies*, in *Electronic Journal of Comparative Law*, December 2007, vol. 11, n. 3, pp. 21 ss.; PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, fasc. 6, pp. 713 ss.; GUDZOWSKI M., *Mortgage Credit Ratings and the Financial Crisis: The Need of a State-Run Mortgage Security Credit Rating Agency*, in *Columbia Business Law Review*, December 2010, n. 1, pp. 245 ss.; SANNA P., *op. cit.*, pp. 22 ss.

⁴¹³ LUKACS F., *op. cit.*, p. 230.

⁴¹⁴ *Ibi*, p. 232.

Cionondimeno, può sottolinearsi come nel rapporto tra investitori e CRAs, sia che si configuri in termini di responsabilità contrattuale, sia che si rientri – come sostenuto dalla dottrina maggioritaria – nell'alveo della responsabilità aquiliana, gli specifici doveri di condotta riconosciuti in capo alle seconde dalla regolamentazione europea fungono da indice, onde poter ricostruire lo *standard* di diligenza da esse esigibile e rendere così possibile l'eventuale sindacato giurisdizionale sulla correttezza delle metodologie applicate (*rectius* della prestazione del servizio).

2. Riconduzione al modello di illecito extracontrattuale: la scelta del legislatore europeo

Posta la (non) scelta del legislatore europeo, non possono dirsi diradati i dubbi sulla riconducibilità – nel nostro ordinamento – dell'ipotesi di responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori al paradigma della responsabilità aquiliana. Tutt'altro.

Come si è tentato di ricostruire in precedenza, una parte della dottrina continua a sostenere modelli di responsabilità contrattuale da contatto sociale, alternativi all'illecito civile: talvolta, come si è detto, sul fondamento di un *affidamento* riposto dagli investitori (*sub specie*, i c.d. “terzi remoti”), tale da generare un “contatto qualificato”, in occasione del quale sorgano a carico delle agenzie gli obblighi di protezione ⁴¹⁵; talaltra, in ragione di una

⁴¹⁵ In questi termini, non lo esclude LUKACS F., *op. cit.*, p. 240, rifacendosi al pensiero di PERRONE A., *Le agenzie di rating*, cit. pp. 1041 ss.; VISINTINI G., *Trattato breve della responsabilità civile*, III ed., Padova, Cedam, 2005, pp. 284 ss.; CASTRONOVO F., *La nuova responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 6 ss.; GALGANO F., *I fatti illeciti*, Padova, Cedam, 2008, pp. 251 ss.; THIENE A., *Inadempimento alle obbligazioni senza prestazione*, in G. VISINTINI, *Trattato della responsabilità contrattuale*, vol. I, Padova, Cedam, 2009, pp. 391 ss. in maniera più netta, ROSSANO D., *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, fasc. 1, pt. II, p. 25, secondo cui «la prescrizione di specifici doveri di comportamento che [le agenzie] sono tenute ad osservare a protezione delle emittenti di strumenti finanziari e degli investitori, unitamente all'imposizione a livello regolamentare europeo del rispetto della procedura di registrazione da parte delle [agenzie medesime], consentono di poter annoverare l'attività da queste svolte tra quelle di “protezione” e di ricondurre, per tale via, la responsabilità per danni verso gli investitori a quella da cd. contatto sociale. Di certo, osta a tale ricostruzione, la considerazione che le agenzie di *rating* esprimono un parere diretto a destinatari indeterminati; ancorché, questi ultimi, siano solo apparentemente indeterminati, ma in concreto determinabili (dove la possibilità di individuare i soggetti lesi dai loro giudizi)» (cors. agg.), non spiegandone, tuttavia, il perché.

circoscrizione della platea di investitori ad una cerchia più ristretta (c.d. “terzi prossimi”), più facilmente determinabile *ab origine* e cui il giudizio delle agenzie sarebbe specificatamente destinato ⁴¹⁶ oppure, ancora, in forza della registrazione ai siti ufficiali delle CRAs, che consenta l’identificabilità *ex ante* dei danneggiati ⁴¹⁷.

Non è mancato neppure chi ha proposto un’importazione del modello di «responsabilità oggettiva *limitata*», adottata su base pattizia, con la fissazione di una soglia massima di danno risarcibile al danneggiato (*cap*) ⁴¹⁸.

Cionondimeno, dall’analisi della norma, la dottrina e la giurisprudenza maggioritarie hanno dedotto la necessaria applicabilità in materia dell’art. 2043 c.c.

Sembrano puntare in questa direzione, da una parte, l’inesistenza di qualsivoglia accordo negoziale tra l’investitore e l’agenzia e, dall’altra, le perplessità avanzate sull’effettiva configurabilità di un «contatto sociale» tra i due, specie in punto di determinabilità del danneggiato, ogniqualvolta l’investitore rientri nella cerchia dei c.d. “terzi remoti”.

In questo senso, anche la giurisprudenza di merito (nei pochi casi in cui le agenzie di *rating* siano state convenute direttamente dinanzi all’autorità giudiziaria), si è espressa nei seguenti termini: «*non potendosi configurare, neppure astrattamente, un’ipotesi di responsabilità contrattuale, sia pure da c.d. contatto sociale – non ravvisandosi un rapporto contrattuale di fatto fra l’investitore e l’agenzia di rating – è necessario verificare se sussistano i presupposti per ritenere l’agenzia di rating responsabile per illecito aquiliano ai sensi dell’art. 2043 c.c. nei confronti dei terzi danneggiati, responsabilità dalla lesione dell’affidamento che questi hanno riposto nel giudizio elaborato dall’agenzia. Nel*

⁴¹⁶ PICARDI L., *op. cit.*, pp. 189 ss., per cui si rinvia *supra* § 1.1.

⁴¹⁷ SACCO GINEVRI A., *op. cit.*, pp. 291 ss. Tuttavia, come chiarito nel § 1.2, in caso di registrazione non occorre invocare il *contatto sociale*, posto che, pur in assenza di abbonamento, sarebbe in ogni caso configurabile un contratto, secondo lo schema di cui all’art. 1333 c.c.

⁴¹⁸ L’ipotesi è quella proposta da PACCES A.M., ROMANO A., TROISI A., *Agenzie di rating e responsabilità civile. Una soluzione «contrattuale»*, in *Mercato, conc. regole*, 2014, fasc. 3, pp. 571 ss., in cui si rileva come l’applicazione di un regime di responsabilità oggettiva *tout court* (già adottata in relazione ad altri *gatekeepers*) darebbe luogo a una esposizione all’onere risarcitorio che supererebbe di gran lunga il valore stesso del *business* del *rating*. La configurazione di un’ipotesi di «responsabilità oggettiva *limitata*», invece, avrebbe il pregio di minimizzare il rischio di *over-deterrence* e, al contempo, di controbilanciare quello di *rating* inaccurati e/o condotte opportunistiche, che, ormai – a fronte della valenza regolamentare del prodotto-*rating* – le sanzioni reputazionali non sono più idonee a contrastare. Si propone, così, l’introduzione di un tetto massimo (*cap*) al risarcimento dovuto dall’agenzia, il cui importo dovrebbe essere «pari all’inverso della probabilità di *default* assegnata a ciascun cliente, moltiplicata per il compenso corrisposto al *rater* in virtù della prestazione effettuata» (p. 578).

caso in cui il terzo invochi la responsabilità dell'agenzia di rating per avere emanato un rating errato, [questi] lamenta la lesione della propria libertà contrattuale, giacché l'agenzia, con l'emanazione di un rating errato, ha interferito nell'attività negoziale ed ha alterato la [sua] volontà, in quanto egli confidava nella correttezza del giudizio emesso dall'agenzia e di conseguenza nella solvibilità dell'emittente»⁴¹⁹.

A ben vedere, è lo stesso legislatore europeo a “sbilanciarsi” in questo senso, nel precisare nel 32° *considerando* che, «mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di *rating* del credito possono scegliere di intentare un'azione nei confronti di tale agenzia (...) per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti» (cors. agg.).

Cionondimeno, al netto dei contrasti dottrinali, si ritiene di aderire a quell'impostazione, secondo la quale «muovere dalla considerazione della “natura” della responsabilità, per poi dedurne la disciplina in blocco, anziché distintamente quanto ad onere della prova, determinazione del danno risarcibile e prescrizione è metodologicamente scorretto»⁴²⁰.

Come evidenziato da autorevole dottrina, «le questioni della “natura” degli istituti giuridici sono in realtà (per chi non creda alla metafisica del diritto) questioni di mera classificazione, utile al fine di un'esposizione chiara e ordinata, che logicamente non precede, ma segue la determinazione della disciplina applicabile, la quale può fondarsi esclusivamente sulle norme di legge, l'analogia, i principi di diritto e la funzione degli istituti»⁴²¹.

Allora, proprio l'analisi del particolare regime probatorio concepito dal legislatore europeo dimostra come, nel delineare tale fattispecie di responsabilità delle agenzie di *rating*, non si sia optato per una sua classificazione né per tipologia o qualificazione della responsabilità, né in funzione del soggetto che possa farla valere.

Come in precedenza analizzato, infatti, l'art 35-*bis* reg. UE n. 462/2013 prescrive che «l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di *rating* il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione» e che spetterà a costoro «fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia (...) ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso».

⁴¹⁹ Trib. Catanzaro, Sez. I, sent. 2 marzo 2012, n. 685, in *DeJure*.

⁴²⁰ TRIMARCHI P., *op. cit.*, p. 164, nt. 23.

⁴²¹ BARCELLONA M., *Trattato del danno e della responsabilità civile*, cit., p. 636, nt. 13.

In questo senso, può dirsi che la disciplina sul piano probatorio si ponga, al tempo stesso, come “generale” e “speciale” insieme.

Essa può intendersi *generale*, in quanto il legislatore non opera alcun *discrimen* in funzione del soggetto-danneggiato, abbracciando ipotesi anche molto diverse tra loro: infatti, sia che a far valere la pretesa risarcitoria nei confronti dell’agenzia sia un emittente (tanto nel caso di *rating* richiesto, quanto in quello opposto di *rating* non richiesto), sia che si tratti di un investitore, in ogni caso l’*onus probandi* graverà *in toto* sul danneggiato.

Al contempo, sul piano nazionale, una disciplina siffatta si pone come *speciale* rispetto al regime probatorio previsto dall’art. 1218 c.c., ogniquale volta l’emittente (in caso di *solicited rating*) o l’investitore (nei rari casi, sopra esaminati, di sottoscrizione) abbia instaurato un rapporto contrattuale con l’agenzia, derogando al consolidato orientamento giurisprudenziale, secondo cui graverebbe sul professionista-debitore l’onere di provare che la sua condotta sia stata conforme alle “regole tecniche”, che avrebbero dovuto essere seguite nel caso di specie.

Ne deriva che, in modo perfettamente speculare a quanto si è detto per l’emittente danneggiato ⁴²², all’investitore spetterà di dimostrare tanto quegli elementi costitutivi della fattispecie di responsabilità civile “in comune” con il primo, quanto quelli “propri” del solo investitore.

Così, in relazione ai requisiti *comuni*, dovrà provarsi il fatto che l’agenzia di *rating* «intenzionalmente» o «con colpa grave» abbia violato una delle prescrizioni contenute nell’all. III al regolamento e, di conseguenza, che la suddetta violazione abbia avuto un impatto sul *rating*.

Per quanto attiene, invece, ai requisiti *propri*, ai sensi del cit. art. 35-*bis*, par. 1, lo stesso potrà domandare il risarcimento dei danni solamente «*qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento (...), 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*».

Proprio in ragione delle peculiarità della disciplina sopra descritta, specie in punto di onere probatorio, c’è chi ha avanzato l’idea secondo cui «“pare potersi affermare che ci si trova di fronte a un’ipotesi di c.d. responsabilità civile europea”, precisando poi che detta responsabilità “se nella costruzione normativa prescinde da qualsivoglia distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale, tuttavia, non essendo

⁴²² Per cui si rinvia *infra* § 3, SEZ. I, CAP. III.

‘autosufficiente’, non esime l’interprete dal ricondurre la fattispecie concreta nell’una o nell’altra categoria al fine di individuare la disciplina sussidiaria applicabile»⁴²³.

In questo senso, sia consentito svolgere un’osservazione e una precisazione.

In merito alla prima, posto che il profilo maggiormente problematico, su tutti, è quello che insiste sul regime dell’onere probatorio, si dimostra forse poco proficuo il tentativo di sostenere modelli teorici che spostino l’investitore da un regime di tutela all’altro, vale a dire dallo schema extracontrattuale di cui all’art. 2043 c.c. a quello contrattuale (spesso mediante la “contrattualizzazione della lesione”); ciò in considerazione del fatto che, in ogni caso, anche in presenza di un effettivo contratto – come si è visto essere per l’emittente committente – la disciplina sull’onere della prova, previsto dall’art. 35-*bis*, non presenta comunque quei tanto auspicati “vantaggi” tipici della nostra responsabilità contrattuale.

Con riguardo alla seconda, poi, non pare inutile puntualizzare che la distinzione delle ipotesi di responsabilità delle CRAs in funzione del soggetto danneggiato emittente/investitore è operata, nel presente lavoro, a soli fini di chiarezza espositiva. Cionondimeno, l’assenza di un tale distinguo nella costruzione normativa dell’art. 35-*bis* non toglie che tutti i profili certamente più critici evidenziati nella materia in esame (gravosità dell’onere probatorio, su tutti) si amplifichino quando il soggetto danneggiato dal *rating* (*rectius* dalla violazione del regolamento da parte dell’agenzia) sia un investitore *retail*.

Ecco perché, nell’ipotesi in cui si produca un danno siffatto, si è ritenuto opportuno dedicare per ciascuno di tali profili una breve notazione in relazione alla dinamica tra agenzia e investitore.

2.1 Osservazioni in punto di giurisdizione

Preliminarmente è opportuno precisare che la fattispecie di responsabilità delle agenzie di *rating* – tanto che si voglia ricondurla allo schema contrattuale, quanto che venga sussunta nello schema dell’illecito aquiliano – involge necessariamente «elementi di estraneità» rispetto al diritto interno, sicché si impone il ricorso alle norme di diritto internazionale privato, onde dirimere il potenziale concorso di norme appartenenti a ordinamenti differenti.

⁴²³ DE POLI M., *op. cit.*, p. 144, che richiama DEPRETIS E. (nt. 43).

Come noto, quando, in funzione di tali “elementi” (come, ad esempio, nell’ipotesi di contratto stipulato in Italia avente ad oggetto un bene immobile sito in altro Stato, ovvero di rapporti tra coniugi di nazionalità straniera), una fattispecie possa apparire conoscibile da giurisdizioni di Stati diversi, il diritto internazionale privato assolve, tra le altre, la funzione di risoluzione del potenziale conflitto, designando di volta in volta la legge applicabile in base al criterio di collegamento prescelto ⁴²⁴.

In materia di *rating*, come detto, il carattere intrinsecamente *cross-border* dell’attività comporta una sua “strutturale internazionalità”, da cui possono immaginarsi numerosi elementi di estraneità rispetto al foro domestico; elementi che interessano le dinamiche sociali di più Stati e, in quanto tali, assoggettabili alla valutazione dei rispettivi ordinamenti ⁴²⁵.

In questo senso, il profilo internazionale-privatistico più rilevante attiene certamente alla determinazione della giurisdizione competente a conoscere delle pretese risarcitorie.

Appare evidente, allora, come la questione relativa al titolo o qualificazione della responsabilità – pur ridimensionata, come visto, in relazione al regime probatorio “unico” dettato dall’art. 35-*bis* – non perde affatto rilievo, nella misura in cui, dalla qualificazione come contrattuale o extracontrattuale, dipenda la scelta del criterio di collegamento per la determinazione della giurisdizione competente ⁴²⁶.

⁴²⁴ Basti in questa sede ricordare come possono definirsi «criteri di collegamento» solo quegli «elementi di estraneità», cui il legislatore riconosca rilevanza giuridica, ai fini dell’individuazione dell’ordinamento competente a conoscere della fattispecie che li contiene. Cfr., per tutti, LOPES PEGNA O., *Criteri di collegamento*, in (a cura di) R. BARATTA, *Diritto internazionale privato*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 91 ss.; ID., *Collegamenti fittizi o fraudolenti di competenza giurisdizionale nello spazio giudiziario europeo*, in *Riv. dir. internaz.*, 2015, fasc. 2, pp. 397 ss.

⁴²⁵ BENEDETTELLI M.V., *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in *An. giur. econ.*, 2012, fasc. 2, pp. 475 ss.

⁴²⁶ Cfr., tra gli altri, CASTELLANETA M., *Competenza giurisdizionale*, in (a cura di) R. BARATTA, *Diritto internazionale privato*, cit., pp. 52 ss.; LUPOI M.A., *Conflitti transnazionali di giurisdizioni*, Milano, Giuffrè, 2002, pp. 145 ss.; FRANZINA P., *Le condizioni di applicabilità del regolamento (CE) n. 44/2001 alla luce del parere 1/03 della Corte di Giustizia*, in *Riv. dir. internaz.*, 2006, fasc. 4, pp. 948 ss.; PAGANO E., *La materia civile con implicazioni transfrontaliere e le competenze comunitarie di diritto internazionale privato*, in *Dir. Un. Eu.*, 2008, fasc. 1, pp. 127 ss.; CARBONE S.M., *Lo spazio giudiziario europeo in materia civile e commerciale*, VI ed., Torino, Giappichelli, 2009, pp. 75 ss.; DE CESARI P., *Diritto internazionale privato dell’Unione europea*, Torino, 2011, pp. 47 ss.; SALERNO F., *Giurisdizione ed efficacia delle decisioni straniere nel regolamento (UE) n.1215/2012 (rifusione)*, IV ed., Padova, Cedam, 2015, pp. 107 ss.

Nell'ordinamento italiano, la disciplina è contenuta nella legge 31 maggio 1995, n. 218⁴²⁷ e, a livello sovranazionale, nel regolamento (UE) n. 1215/2012 (c.d. "Bruxelles I bis")⁴²⁸.

Più precisamente, in ossequio al dettato costituzionale (art. 117, co. 1 Cost.) e come anche ribadito nell'art. 2 della stessa legge 218/1995, le disposizioni ivi contenute non pregiudicano l'applicazione delle convenzioni internazionali e si applicano solo in via residuale rispetto alla normativa eurounitaria, che prevale sul diritto interno.

Così, nel quadro del regolamento Bruxelles I bis, nella determinazione della competenza giurisdizionale, al criterio generale del domicilio del convenuto⁴²⁹, l'art. 5 stabilisce si possa derogare solo qualora ricorrano le condizioni previste dalle sezioni da 2 a 7 del regolamento medesimo.

In particolare, l'art. 7, n. 1) prevede tra le ipotesi di competenze speciali quelle in materia contrattuale⁴³⁰, per cui una *«persona domiciliata in uno Stato membro può essere convenuta in un altro Stato membro (...) davanti all'autorità giurisdizionale del luogo di esecuzione dell'obbligazione dedotta in giudizio»*, che, nel caso del *rating*, sarà quella contemplata ai sensi della lett. b) dello stesso articolo, vale a dire *«il luogo, situato in uno Stato membro, in cui i servizi sono stati o avrebbero dovuto essere prestati in base al contratto»*.

⁴²⁷ Legge 31 maggio 1995, n. 218, *Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, (G.U. 3 giugno 1995, n. L. 128, Suppl. Ordinario n. 68).

⁴²⁸ Regolamento (UE) n. 1215/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2012, concernente *«la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale»* (G.U. 20 dicembre 2012, n. L 351). Tale regolamento, definito "Bruxelles I bis" e da ultimo modificato con reg. delegato (UE) n. 2015/281 della Commissione del 26 novembre 2014, sostituisce il precedente regolamento (CE) n. 44/2001 (c.d. "Bruxelles I"), emanato, a sua volta, in sostituzione della Convenzione di Bruxelles del 27 settembre 1968, concernente *«la competenza giurisdizionale e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale»* e resa esecutiva con la legge 21 giugno 1971, n. 804.

⁴²⁹ L'art. 4, reg. (UE) n. 1215/2015, al par. 1 – confermando, nella sostanza, il generale criterio di cui all'art. 3 L. 218/1995 – dispone che *«[a] norma del presente regolamento, le persone domiciliate nel territorio di un determinato Stato membro sono convenute, a prescindere dalla loro cittadinanza, davanti alle autorità giurisdizionali di tale Stato membro»*.

⁴³⁰ L'art. 57 L. 218/1995, rubricato "obbligazioni contrattuali", imponeva – in combinato disposto con l'art. 2 della stessa legge – l'applicazione delle norme contenute nella Convenzione di Roma del 1980. Tuttavia, l'ambito di operatività di tale Convenzione è stato ridotto dai vari interventi del legislatore comunitario, a partire dal regolamento (CE) n. 593/2008 (cd. Roma I) e, da ultimo, con cit. il regolamento di Bruxelles I bis, come recentemente modificato.

Lo stesso art. 7, poi, al n. 2) prescrive che in materia di illeciti civili dolosi o colposi, l'autorità giurisdizionale competente sarà quella «*del luogo in cui l'evento dannoso è avvenuto o può avvenire*».

Anche in questo caso, può dirsi che il regolamento europeo abbia confermato la regola prevista a livello nazionale nella legge n. 218/1995, che all'art. 62 già disponeva che «*la responsabilità per fatto illecito è regolata dalla legge dello Stato in cui si è verificato l'evento*».

Ciò posto, si percepisce immediatamente che la laconica formulazione del criterio pone non pochi problemi interpretativi; non a caso, la giurisprudenza comunitaria è stata chiamata a pronunciarsi con diversi interventi chiarificatori ⁴³¹.

Facendo leva sulla formulazione elastica dell'art. 7 n. 2 (*ex art.* 5 n. 3, reg. CE n. 44/2001), la Corte di giustizia dell'UE ha più volte ribadito che la *ratio* del legislatore comunitario è quella di assicurare che l'organo giurisdizionale adito sia sufficientemente “vicino” ai fatti di causa ⁴³².

Da tale angolo prospettico, il giudice europeo ha affermato che, ai fini della corretta applicazione del criterio di collegamento *de quo*, si debba avere riguardo non a tutte le lesioni indirette di carattere economico, ma al solo luogo in cui si è verificato il «primo pregiudizio diretto» ⁴³³.

Anche a livello nazionale, il quadro normativo e giurisprudenziale appena richiamato non ha trovato, nella materia che ci occupa, un solo ed esclusivo interesse teorico.

Infatti, a riprova della rilevanza delle ricadute applicative che tali questioni esprimono, basti pensare che sulla richiesta di risarcimento dei danni cagionati dall'agenzia

⁴³¹ Corte Giust., sent. 6 ottobre 1976, causa 12-76, *Industrie tessili Italiana Como c. Dunlop AG*, in *EUR-Lex*; Corte Giust., sent. 27 settembre 1988, causa 189/87 *Kalfelis c. Banca Shroder*, in *EUR-Lex*; Corte Giust., sent. 26 marzo 1992, causa C-261/90, *Reichert c. Dresdner Bank AG*, in *EUR-Lex*; Corte Giust., sent. 25 ottobre 2012, causa C-133/11, *Folien Fischer AG c. Ritrama Spa*, in *EUR-Lex*.

⁴³² Corte Giust., sent. 11 gennaio 1990, causa C-220/88, *Duméz France c. Hessische Landesbank*, in *EUR-Lex*; Corte Giust., sent. 1° ottobre 2002, causa C-167/00, *Verein für Konsumenteninformation c. Henkel*, in *EUR-Lex*, in cui la Corte specifica che «*[l]a regola di competenza speciale enunciata dall'art. 5, punto 3, della Convenzione di Bruxelles trova il suo fondamento nell'esistenza di un collegamento particolarmente stretto tra una data controversia e il giudice del luogo in cui l'evento dannoso è avvenuto, che giustifica un'attribuzione di competenza a quest'ultimo giudice ai fini della buona amministrazione della giustizia e dell'economia processuale (...)*» (I-8142, pt. 46).

⁴³³ Corte Giust., sent. 19 settembre 1995, causa C-364/93, *Antonio Marinari c. Lloyd's Bank plc e Zubaidi Trading Company*, in *EUR-Lex*.

di *rating* nei confronti di uno o più investitori, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione sono state chiamate a pronunciarsi, in sede di regolamento di giurisdizione.

Ai fini e nell'economia del presente lavoro, basti qui ricordare che i giudici di legittimità, con l'ordinanza 22 maggio 2012, n. 8076 ⁴³⁴, non hanno accolto la tesi formulata dalle società attrici (*i.e.* le investitrici danneggiate), secondo cui a conoscere della pretesa avrebbe dovuto essere il giudice italiano poiché i titoli incisi dal *rating* preteso "errato" erano stati registrati e depositati in Italia.

Le Sezioni Unite, pur riconoscendo che, in quel caso, il *rating* espresso sui titoli fosse *ab origine* viziato (e che, dunque, la lesione patrimoniale poteva farsi coincidere con l'acquisto dei medesimi) ⁴³⁵, hanno concluso che «*la lesione del diritto della vittima*» si è verificata inizialmente «*fuori dal territorio nazionale*», cioè nel luogo dove quei titoli erano stati negoziati e acquistati (in particolare, nel mercato mobiliare londinese), per nulla rilevando i luoghi dove i titoli sono stati successivamente registrati e depositati.

Così, il giudice nazionale ha ribadito e confermato l'interpretazione che del criterio del *locus damni* era stata data dalla giurisprudenza comunitaria ⁴³⁶, improntata alla buona

⁴³⁴ «L'art. 5 n. 3, del regolamento CE n. 44 del 2001 [oggi sostituito dall'art. 7, n. 2) del regolamento UE n. 1215/2012] – il quale stabilisce il criterio di collegamento per individuare la giurisdizione in materia di delitti e quasi delitti nel "luogo in cui l'evento dannoso è avvenuto o può avvenire" – va interpretato nel senso che per tale luogo deve intendersi quello in cui è avvenuta la lesione del diritto della vittima, senza avere riguardo al luogo dove si sono verificate o potranno verificarsi le conseguenze future di tale lesione; ne consegue che l'azione proposta contro una società di rating, che non ha sede e non opera in Italia, per il risarcimento del danno conseguente all'ipotizzato errore nella valutazione di titoli finanziari acquistati fuori dal territorio nazionale è sottratta alla giurisdizione del giudice italiano», Cass. civ., Sez. un., ord. 22 maggio 2012, n. 8076, in *DeJure*.

⁴³⁵ Per una critica, in questo senso, sulla ricostruzione della dinamica della produzione del danno data dalle S.U. nel caso di specie, cfr. RISSO G., *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, in *Dir. comm. int.*, 2013, fasc. 3, pp. 849 ss.

⁴³⁶ In questo senso, la giurisprudenza di legittimità ha costantemente dato seguito all'orientamento della Corte di giustizia, ribadendo la rilevanza del solo "danno iniziale" quale *locus damni*, da intendersi, dunque, come luogo nel quale sia avvenuto il *vulnus* dell'interesse tutelato. Cfr., *ex multis*, Cass. civ., Sez. un., sent. 22 maggio 1998, n. 5145, in *DeJure*, dove la Suprema Corte precisa che «[l']azione aquiliana di risarcimento di danni plurimi, anche se disomogenei (come nel caso di lesione di diritti propri della persona e di diritti patrimoniali), intentata nei confronti del cittadino straniero, va proposta, in deroga al principio generale del foro del convenuto di cui all'art. 2 della convenzione di Bruxelles del 27 settembre 1968, dinanzi all'autorità giudiziaria dello Stato ove "l'evento dannoso" si è verificato (art. 5 n. 3 Conv. citata), da identificarsi con il luogo della realizzazione del solo danno iniziale, senza che assuma rilievo, esclusivo o concorrente, il luogo di insorgenza dei danni ulteriori, successivi o consequenziali, che abbiano comunque inciso sul patrimonio del soggetto leso. Una contraria (e meno restrittiva) interpretazione del criterio di collegamento "speciale" di cui al citato art. 5.3 della convenzione condurrebbe, difatti, alla conseguenza di vanificare pressoché totalmente l'efficacia di quello che resta pur sempre, in subiecta materia,

amministrazione della giustizia e all'economia processuale, che impedisce l'interpretazione estensiva del criterio stesso.

2.2 Il “danno da *rating*” riconosciuto dall'art. 35-*bis* e il rinvio agli ordinamenti nazionali

Come più volte ricordato, il legislatore europeo con l'introduzione del titolo III *bis* – che ha modificato il reg. CE n. 1060/2009 in materia di *rating* – ha esplicitamente ammesso la configurabilità del “danno da *rating*”, dettando un'apposita disciplina sui presupposti (come detto, solo *parzialmente* diversi, a seconda che la parte che si assuma lesa sia un emittente o un investitore) che debbano ricorrere per il riconoscimento della sua risarcibilità.

Alla luce del quadro descritto finora, è innegabile che, con la modifica del 2013, la legislazione europea abbia compiuto un “passo in avanti” in termini di tutela dell'investitore (e dell'emittente) che possa aver subito un pregiudizio a causa di un *rating* «non valido».

Può dirsi, infatti, che il legislatore abbia finalmente accolto quell'orientamento dottrinale che da tempo auspicava una presa di posizione in questo senso, rigettando la teoria del *rating* quale opinione e ammettendo che la *professionalità* di tali soggetti (nonché il ruolo “istituzionale” spesso attribuitogli dalla regolamentazione) generi una “specificata fiducia” nelle valutazioni espresse, le quali – pur non costituendo, come si è detto, delle certificazioni – fungono da indice idoneo a orientare le libere scelte di investimento ⁴³⁷.

Come innanzi descritto, nel caso dell'investitore, l'ipotesi classica che viene in rilievo è quella del pregiudizio derivante dall'affidamento, da questi riposto nel giudizio (eccessivamente) positivo emesso da un'agenzia su un determinato emittente, poi rivelatosi insolvente.

Allora, qualora ne siano provati i presupposti, il c.d. “danno da *rating*” coinciderà con il pregiudizio patrimoniale, generalmente rappresentato dall'importo impiegato nell'investimento effettuato (detratto, in ogni caso, il valore attuale dei titoli e delle cedole

il criterio principale della individuazione del giudice internazionalmente competente (quello, cioè, del foro del convenuto), consentendo all'attore, mediante l'artato spostamento del proprio patrimonio all'interno dei vari Stati firmatari, una scelta pressoché arbitraria del foro competente, trasformando così il criterio del “forum actoris” da eccezione in ordinaria regola di giurisdizione». Più recentemente, si vd. Cass. civ., Sez. un., sent. 22 novembre 2010, n. 23593, in DeJure.

⁴³⁷ FACCI G., *op. cit.*, pp. 177 ss.

eventualmente già percepite) oppure dalla differenza tra il prezzo di acquisto del titolo e il minor prezzo cui l'investitore è stato costretto a vendere il titolo in questione a seguito dell'insolvenza dell'emittente ⁴³⁸.

Tuttavia, la dinamica sopra descritta non esaurisce tutte le ipotesi di produzione del “danno da *rating*”, in relazione al quale è possibile immaginare anche scenari ulteriori.

Al pari di quello ottimistico, anche il *rating* (eccessivamente) negativo può comportare dei pregiudizi – oltre che *naturaliter* per l'emittente valutato che lo subisce – per l'investitore che sia detentore di uno o più strumenti finanziari: infatti, proprio a causa del giudizio negligenzemente rilasciato dall'agenzia su tali titoli, lo stesso investitore ben potrebbe essere portato a “liberarsene”, vendendoli immediatamente e realizzando così un mancato guadagno.

Ancora più articolato, ma pur sempre astrattamente configurabile, è il diverso scenario in cui, in forza del *rating* pessimistico fornito dall'agenzia, l'investitore si sia determinato a *non* investire. In altre parole, l'ipotesi sarebbe quella «in cui il pregiudizio lamentato sia collegato non all'investimento realizzato ma a quello che non è stato effettuato, a causa di un *rating* negativo, rivelatosi poi infondato; in questa fattispecie, pertanto, verrebbe in rilievo una lesione in senso negativo della libertà contrattuale del risparmiatore, il quale è stato indotto a non concludere un contratto di investimento che, invece, sarebbe stato concluso, se la valutazione fosse stata corretta. In tal caso, pertanto, l'evento di danno lamentato sarebbe rappresentato dal guadagno che l'investitore, invece, avrebbe ricavato ponendo in essere l'investimento» ⁴³⁹.

A tal riguardo, calandosi nell'ordinamento italiano, potrebbe richiamarsi la figura del danno da perdita di *chance*, dove il danno (non futuro ma attuale) consiste, per l'appunto, nella perdita di un'occasione favorevole che avrebbe potuto comportare una qualsiasi utilità (patrimoniale e non) al danneggiato ⁴⁴⁰.

⁴³⁸ *Ibi*, p. 180.

⁴³⁹ *Ibi*, p. 178, dove l'A. richiama i precedenti Corte d'App. Milano, sent. 14 gennaio 1975, in *Arch. civ.*, 1975, p. 894; Trib. Roma, sent. 21 gennaio 1989, in *Corriere giur.*, 1989, p. 860.

⁴⁴⁰ Segnatamente, definita come «*perdita di un'occasione favorevole*», essa costituisce un «*danno attuale che è risarcibile se e in quanto l'occasione favorevole sia funzionalmente connessa alla cosa o al diritto lesa*», BIANCA C.M., *La responsabilità*, cit., p. 179. In argomento, senza alcuna pretesa di esaustività, si vd., CHINDEMI D., *Il danno da perdita di chance*, II ed., Milano, Giuffrè, 2010, pp. 8 ss.; MAZZAMUTO S., *Il danno da perdita di una ragionevole aspettativa patrimoniale*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, fasc. 1, pp. 49 ss.; GABRIELLI E., *Il contratto, il torto e il danno da chance perduta: profili di un'ipotesi giurisprudenziale*, in *Giust. civ.*, 2010, fasc. 11, pp. 503 ss.; PUCCELLA R., *Il danno da perdita di chances*, in (a

Invero, la lettera dell'art. 35-*bis* del cit. reg., nel prescrivere quale presupposto per la risarcibilità del danno l'affidamento al *rating*, esplicita che lo stesso debba essere stato ragionevolmente riposto dall'investitore, al fine di assumere «*la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito*».

Cionondimeno, pur non essendo il *mancato acquisto* dell'investitore esplicitamente previsto dalla lettera della legge, alla luce delle considerazioni sopra svolte in punto di meritevolezza dell'affidamento e di capacità del *rating* di orientare le scelte di investimento, pare ragionevole sostenere un'interpretazione estensiva del disposto dell'art. 35-*bis*, nel senso sopra chiarito.

A ben vedere, le perplessità insistono non tanto sulla configurabilità in astratto di un “danno da *rating*” in caso di non-acquisto dell'investitore (*rectius* perdita di *chance*), quanto piuttosto sulla problematicità della relativa prova in punto di nesso causale (per cui si rinvia *infra* § 2.4).

Tuttavia, è di particolare importanza sottolineare come nel riconoscere cittadinanza al “danno da *rating*”, il regolatore ne abbia delineato una particolare connotazione: infatti, pur non definendolo esplicitamente con tale denominazione, la norma presuppone che si tratti di danno dovuto a *rating* *invalido*.

Sono da rigettarsi, allora, tutte le considerazioni che si esprimono in termini di “erroneità”, “inesattezza” o “falsità” dei giudizi emessi dalle agenzie, sebbene anche la giurisprudenza abbia fatto largo uso di tale terminologia.

Invero, la stessa tecnica legislativa con cui è stato costruito il regime di responsabilità delle agenzie dimostra che il *rating* pregiudizievole – tanto per l'investitore, quanto per l'emittente – dipende non già dalla sua falsità, ma dalla sua *invalidità*, vale a dire nell'essere

cura di) CARNEVALI U., *Dei fatti illeciti. Art. 2043 c.c., art. 96 c.p.c.*, in *Commentario del codice civile* diretto da E. GABRIELLI, Torino, UTET, 2011, pp. 422 ss.; BARCELLONA M., *Chance e causalità. Preclusione di una virtualità positiva e privazione di un risultato utile*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, fasc. 4, pp. 945 ss. Più recentemente, si vd. GIAGNOTTI G.D., *I presupposti del danno patrimoniale da perdita di chance*, in *De&G*, 2018, fasc. 67, pp. 12 ss.; GATTI S., *Riflessioni sulla (risarcibilità e sulla) quantificazione del danno da perdita di chance*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, fasc. 6, pp. 2113 ss.; SCOGNAMIGLIO C., *Riflessioni in tema di risarcimento del danno per c.d. perdita della chance*, in *Resp. civ. prev.*, 2020, fasc. 6, pp. 1742 ss. In giurisprudenza, si vd., *ex multis*, Cass. civ., Sez. un., sent. 15 marzo 2016, n. 5072, in *Mass. giust. civ.*, 2016; Cass. civ., Sez. III, sent. 9 marzo 2018, n. 5641, in *Mass. giust. civ.*, 2018; Cons. St., Sez. V, sent. 11 luglio 2018, n. 4225, in *DeJure*.

stato emesso in violazione di una delle norme dettate nell'allegato III dello stesso regolamento.

L'allegato *de quo*, come analizzato in altra sede, prescrive una serie dettagliata di obblighi di condotta ⁴⁴¹, di modo che in tanto possa parlarsi di “danno da *rating*” (e, quindi, di responsabilità delle agenzie), in quanto vi sia la prova di una violazione nei processi di elaborazione e assegnazione dello stesso ⁴⁴².

In questo senso, non pare irragionevole osservare come il “nucleo duro” dell’opera di armonizzazione europea sia costituito proprio dal *corpus* normativo contenente le violazioni – in cui tutte le agenzie di *rating* operanti sul territorio dell’UE possano incorrere – per la prima volta dettagliatamente elencate, uniformate e sistematizzate in maniera organica.

Tuttavia, è stato correttamente evidenziato come «[s]e, da un lato, lo strumento legislativo del regolamento consente di raggiungere, tra gli Stati membri, la massima armonizzazione della disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*» ⁴⁴³, dall’altro, va notato, come lo stesso opera un massiccio rinvio agli ordinamenti nazionali, gravando, in particolare, l’autorità giurisdizionale competente di un imponente “carico definitorio”.

Così, l’intento “armonizzatore” sembra essere stato contraddetto nella sostanza, quando al par. 4 dello stesso art. 35-*bis* si stabilisce che i termini quali «“danno”, “intenzione”, “colpa grave”, “affidamento ragionevole”, “dovuta attenzione”, “incidenza”, “ragionevolezza” e “proporzionalità”, utilizzati nel presente articolo ma non definiti, sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato».

Spetterà, infatti, all’«organo giurisdizionale competente (...) in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato» l’arduo compito di riempire di significato le categorie e gli istituti richiamati dalla normativa europea e, di conseguenza, di individuare la disciplina sussidiaria concretamente applicabile.

Invero, la sostanziale “elasticità” (per non dire, a detta di alcuni, lacunosità) della fattispecie normativa di cui all’art. 35-*bis* si evince anche dalla clausola di salvaguardia, prevista dal par. 5 dello stesso articolo, a mente del quale l’ipotesi di “responsabilità europea” «non

⁴⁴¹ Sugli obblighi di condotta e, più in generale, sui vari interventi normativi adottati per migliorare la qualità del *rating*, si rinvia a quanto già detto *supra* SEZ. II, CAP. I.

⁴⁴² Per cui si rinvia *supra* alla SEZ. II, CAP. II.

⁴⁴³ DE POLI M., *op. cit.*, p. 137.

esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale». Ne deriva una struttura *aperta*, che determina un ulteriore rinvio agli ordinamenti dei vari Stati membri.

Con riguardo a tale ultimo profilo di rinvio, è appena il caso di richiamare l'esempio dell'ordinamento francese, l'unico ad aver previsto un'apposita disciplina in materia di *rating*, prima dell'entrata in vigore del reg. n. 462/2013.

Ai fini che qui interessa, basti sottolineare che la normativa francese (Legge sulla regolamentazione bancaria e finanziaria n. 2010-1249 del 22 ottobre 2010), predisponendo un sistema di responsabilità delle CRAs per colpa dovuta a violazione di regole di condotta, ha – di fatto – anticipato quanto prescritto dall'art. 35-*bis* in esame.

Invero, ai sensi dell'art. 544-5 del *Code monétaire et financier*, il legislatore francese aveva già previsto che la responsabilità delle *agences de notation* potesse esser fatta valere dal danneggiato nel caso di una qualunque violazione del precedente reg. CE n. 1060/2009, dunque, prima dell'entrata in vigore del corpus normativo contenuto nell'allegato III.

Proprio in forza del dettato del par. 5, art. 35-*bis* – si è detto – la normativa nazionale citata trova applicazione anche qualora la violazione imputata all'agenzia di *rating* non risulti dall'attuale elenco di cui all'all. III al reg. n. 462/2013 e pur se commessa con la sola colpa *semplique* (e non grave).

Infatti, in ossequio al proclamato obiettivo della normativa europea di rafforzare gli strumenti di *enforcement* privato nei confronti delle CRAs, il diritto nazionale (*sub specie*, francese) può prevedere o ammettere rimedi ulteriori concorrenti e più favorevoli, purché ciò non implichi, nella sostanza, una deroga espressa a quanto prescritto dall'art. 35-*bis* ⁴⁴⁴.

Cionondimeno, in Francia si registra un contenzioso addirittura più ridotto di quello italiano – di conseguenza, pressoché assente ⁴⁴⁵ – da attribuirsi, con ogni probabilità, alla circostanza che, anche lì come qui, si siano prospettate le stesse difficoltà nell'accertamento giudiziale: da una parte, quella data dal calibrare la nozione di colpa con quella di valutazione

⁴⁴⁴ Così, PICCIAU C., *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, cit., pp. 41 ss.

⁴⁴⁵ In Francia, la responsabilità civile di un ente presuppone, ai sensi dell'articolo 1382 del *code civil*, la dimostrazione della colpa, del danno e del nesso di causalità. Fino alla legge sulla regolamentazione bancaria e finanziaria del 22 ottobre 2010, quindi, era necessario dimostrare che l'agenzia aveva commesso un "errore di *rating*" e, poi, dimostrare che lo stesso *rating* fosse la causa del danno subito. Un caso citato è stato il ricorso presentato dall'Associazione francese dei mutuatari russi (AFPER) contro S&P's e Moody's. Per una panoramica sulla disciplina francese in materia di *rating*, cfr., per tutti, FRANÇOIS B., *Les agences de notation en France*, in (a cura di) A. PRINCIPE, *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, cit., pp. 18 ss.

“errata” (*rectius* violazione del regolamento) e, dall’altra, la difficoltà di dimostrare il nesso di causalità ⁴⁴⁶.

2.3 I nodi dell’accertamento giudiziale: gli «elementi informativi precisi e dettagliati» di cui al par. 2, art. 35-*bis* e la relativa “valvola di sfogo”

Venendo al vero “nodo della discordia” in tema di responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori, una particolare attenzione merita la formula, di cui al par. 2 dell’art. 35-*bis* in esame.

La disposizione, come già riportato in altra sede, precisa che spetta all’investitore fornire «*elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l’agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso*».

Prima ancora di scomporre e analizzare una siffatta ripartizione dell’onere della prova, vale la pena soffermarsi brevemente sulla sua genesi: sul punto, infatti, l’attuale formulazione dell’art. 35-*bis* si distacca notevolmente dall’originario testo, contenuto nella Proposta di regolamento del 15 novembre 2011.

Segnatamente, nella prima versione della norma, il par. 1 attribuiva all’investitore la possibilità di promuovere un ricorso per i danni subiti contro quell’agenzia che «*avesse commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni di cui all’allegato III*», sempreché tali infrazioni avessero «*inciso sul rating del credito sul quale [l’] investitore si [fosse] basato nell’acquistare uno strumento valutato*». Ora, oltre alle dissonanze riscontrabili nell’assenza del cruciale riferimento all’affidamento e nella riduttiva dicitura dell’«acquisto» per indicare la decisione di investimento, il maggiore divario tra le due versioni, si registra proprio nel par. 4 sull’onere della prova: infatti, ai sensi di tale par., qualora l’investitore avesse accertato fatti dai quali dedurre una delle violazioni, sarebbe poi spettato «*all’agenzia dimostrare di non aver commesso l’infrazione o che l’infrazione non [aveva] avuto un impatto sul rating emesso*».

Peraltro, nel 26° *considerando* della suddetta Proposta se ne esplicitavano le ragioni, osservando come fosse «*importante fornire agli investitori un diritto di ricorso effettivo contro le agenzie*

⁴⁴⁶ «La difficulté sera encore accrue car l’investisseur devra prouver deux causalités: celle unissant la faute à la notation et celle rattachant la notation incorrecte au préjudice subi», *Ibi*, p. 47. In definitiva, si è detto «[L]es nouvelles règles permettent de mieux définir le fait générateur de la faute mais le lien de causalité entre la faute et le préjudice restera toujours difficile à établir», BIARD J.F., *Les agences de notation de crédit*, in *JCP E*, 2011, p. 1524, spéc. n. 25.

di rating del credito». Infatti, non avendo gli investitori «*conoscenze approfondite delle procedure interne delle agenzie (...), una parziale inversione dell'onere della prova riguardo all'esistenza di una violazione e dell'impatto di quest'ultima sul risultato del rating sembra[va] appropriata se l'investitore [avesse] presentato elementi sufficienti a sostegno della tesi di violazione*» (enfasi agg.).

È evidente, allora, che la riformulazione del par. 2 dell'attuale art. 35-*bis* appaia, in questo senso, come un “passo indietro”.

Secondo l'impostazione più recente, l'investitore che si assuma danneggiato dovrà anzitutto soddisfare un onere di allegazione (specifica) dei fatti e delle circostanze, che, solo successivamente, andranno dimostrate in giudizio ⁴⁴⁷.

In altre parole, con l'espressione «elementi informativi precisi e dettagliati», il legislatore europeo sembra richiedere all'investitore l'esatta individuazione di quale delle tante violazioni (elencate nel cit. allegato III) l'agenzia abbia commesso, allegando, per l'appunto, che da questa sia derivata l'inesattezza del *rating*, cui lo stesso investitore si sia affidato.

Da qui, onde assolvere compiutamente al proprio onere probatorio *strictu sensu*, occorrerà dimostrare l'effettiva esistenza delle suddette allegazioni. In proposito, è appena il caso di precisare che una parte della dottrina ha sostenuto che la prova dell'influenza esercitata dall'infrazione sul *rating* (considerato invalido) attiene al profilo della causalità e non, invece, a quello dell'illiceità della condotta.

In questo senso, si è detto, milita l'osservazione secondo la quale, qualora la condotta posta in essere dall'agenzia in violazione del regolamento non spiegasse alcun effetto sul prodotto-*rating*, verrebbe meno, anche in astratto, il nesso di causalità materiale tra la violazione e il danno subito dall'investitore ⁴⁴⁸.

Allora, può apprezzarsi la difficoltà “al quadrato” che tale carico probatorio comporta e che, una volta scomposto, rivela una sorta di duplice profilo eziologico: in primo luogo, il nesso tra l'infrazione dell'agenzia e il suo impatto sul giudizio di *rating*; in seconda battuta, quello tra l'inesattezza del giudizio – così come determinata dalla “colpa specifica” dell'agenzia – e il danno patito ⁴⁴⁹.

⁴⁴⁷ PICCIAU C., *op. cit.*, pp. 192 ss.

⁴⁴⁸ *Ibi*, p. 197.

⁴⁴⁹ Di questo avviso anche VERSTÄNDIG A., *The Civil Liability of the CRA-Regulation and the Requirement of Causation*, in *University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper*, n. 2015-07, 2015, pp. 5 ss.; RINALDO C., *Rating incongrui e tutele del mercato*, Milano, Giuffrè, 2017, pp. 81 ss.

Così, posto che l'investitore, di regola, non ha accesso in via diretta ad un bagaglio informativo *preciso e dettagliato* sulle agenzie di *rating*, potrebbe risultare estremamente complesso (quando non del tutto impraticabile) per costui già solo individuare con esattezza la specifica infrazione commessa dall'agenzia specializzata. Del resto, le informazioni, di cui presumibilmente disporrà il fruitore del *rating*, saranno quelle pubblicate dalle agenzie medesime, nella misura in cui adempiano agli obblighi di *disclosure* imposti dalla normativa.

Tolto il caso, più “di scuola” che altro, di violazione macroscopiche di tali obblighi – come, ad esempio, nell'ipotesi in cui l'agenzia non abbia costituito un consiglio di amministrazione⁴⁵⁰ – la conoscenza da parte degli investitori delle metodologie, delle *performance* predittive o delle altre comunicazioni (disponibili sul sito web di ciascuna CRA) raramente varrà a fornire al danneggiato uno strumento utile a costruire il compendio probatorio a sostegno della propria domanda giudiziale.

Addirittura, lo stesso potrà dirsi per quegli investitori che abbiano accesso ai contenuti ulteriori (quali il *credit report*), in forza della sottoscrizione in abbonamento oppure per gli investitori professionali.

Come esaminato in precedenza, il grado di professionalità o competenza tecnica di questi ultimi rileva solo in punto di valutazione sulla *ragionevolezza* dell'affidamento al giudizio di *rating*: infatti, per l'investitore *retail* esso è tale quando abbia usato la dovuta diligenza⁴⁵¹.

Al contrario, come dimostra il richiamo all'art. 5-*bis* contenuto nell'art. 35-*bis*, per i soggetti professionali l'affidamento può dirsi ragionevole allorquando chi abbia gli strumenti per poter svolgere una valutazione autonoma sul voto espresso dalle CRAs non vi si sia affidato in maniera *automatica* o *esclusiva*.

Invero, la *ratio* dei principali obblighi di *disclosure* si coglie proprio nel disincentivare quei fenomeni di affidamento meccanico al *rating* delle agenzie, incentivando – viceversa – tutti gli investitori, specie quelli qualificati, ad apprezzarne la credibilità e l'attendibilità in maniera autonoma (o quantomeno critica)⁴⁵².

Il dato per cui l'inadempimento da parte delle agenzie di siffatti obblighi non integri *sic et simpliciter* un requisito della fattispecie di responsabilità extra-contrattuale è confermato

⁴⁵⁰ Cfr. violazione n. 3), par. 1, all. III, reg. (UE) n. 462/2013, ai sensi del quale «[l']agenzia di rating del credito viola l'articolo 6, paragrafo 2, in combinato disposto con l'allegato I, sezione A, punto 2, primo comma, quando non istituisce un consiglio di amministrazione o di sorveglianza».

⁴⁵¹ Per cui si rinvia *supra* § 4, Sez. III, CAP. I.

⁴⁵² Cfr. *considerando* n. 38, reg. (CE) n. 1060/2009.

dalla lettera della norma, dovendo *in ogni caso* il danneggiato provare che *quella* specifica violazione abbia determinato l'inesattezza del *rating* dell'agenzia.

In altri e più diretti termini, il mero venir meno ai doveri di trasparenza, di per sé, non produce un danno da *rating* risarcibile ⁴⁵³.

Se ne deduce che ben potrebbero configurarsi ipotesi di violazioni del regolamento “fini a sé stesse”, le quali non abbiano, di fatto, alterato l'esito del giudizio, essendo di conseguenza suscettibili, al più, di irrogazione di una sanzione amministrativa da parte dell'ESMA *ex art. 36-bis*.

Cionondimeno, il legislatore europeo pare consapevole del fatto che le difficoltà di ordine probatorio sopra richiamate possano minare l'effettività della tutela riconosciuta all'investitore (o, più in generale, al danneggiato).

L'ultimo periodo dello stesso par. 2, infatti, prescrive che «*[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*».

La disposizione introduce così una sorta di “valvola di sfogo” a beneficio del danneggiato.

A ben vedere, si tratta proprio di un'agevolazione probatoria, che – pur non configurandosi come vera e propria inversione dell'*onus probandi*, com'era nell'originaria versione della norma – consente all'organo giudicante di ricorrere agli eventuali meccanismi agevolativi della prova, propri di ciascun ordinamento nazionale.

In particolare, nel nostro ordinamento verrebbe in rilievo il principio di *vicinanza della prova* ⁴⁵⁴.

⁴⁵³ PICCIAU C., *op. cit.*, p. 197. Come correttamente rilevato, l'osservazione è confermata non solo dal tenore del par. 2, art. 35-*bis*, ma anche dal 32° *considerando* del reg. n. 462/2013, nella parte in cui precisa che «[è] opportuno che gli investitori e gli emittenti possano far valere la responsabilità delle agenzie di *rating* del credito per danni causati da una violazione di tale regolamento *che abbia influito sul risultato del rating*» (cors. agg.).

⁴⁵⁴ In argomento, si vd., per tutti, TARUFFO M., *Onere della prova*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Vol. XIII, 1995, pp. 65 ss.; ID., *La valutazione delle prove*, cit., pp. 255 ss.; VERDE G., *L'onere della prova nel processo civile*, Ed. Scient. It., Vol. 58, 2013 (1974), pp. 465 ss.; BESSO MERCHEIS C., *La vicinanza della prova*, in *REDP*, Vol. 16, 2015, pp. 93 ss.; TRIMARCHI P., *op. cit.*, pp. 667 ss. In giurisprudenza, si vd., *ex multis*, Cass. civ., Sez. un., sent. 30 ottobre 2001, n. 13533, in *I Contratti*, 2002, fasc. 2, pp. 113 ss., (con nota di) U. CARNEVALI; Cass. civ., Sez. III, sent. 21 luglio 2003, n. 11316, in *DeJure*, Cass. civ., Sez. un. 11 gennaio 2008, n. 582, in *DeJure*.

Tale principio, univocamente inteso da dottrina e giurisprudenza quale temperamento del sistema di allegazione, «impone che sia la parte che è vicina alla prova quella sulla quale va addossato l'onere di produrre in giudizio gli elementi utili per la decisione del giudice e quella sulla quale grava il rischio della mancata prova»⁴⁵⁵.

Come noto, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, con la storica sentenza del 30 ottobre 2001, n. 13533, segnano il passaggio della vicinanza della prova da criterio marginale (in quanto raramente invocato dai giudici)⁴⁵⁶ a principio centrale del sistema della ripartizione dell'onere probatorio, mettendo in luce come l'applicazione dell'art. 2697 c.c. debba rispondere a criteri di ragionevolezza ed esigenze sostanziali di effettività di tutela.

Segnatamente, «[i]n virtù di tale principio, che muove dalla considerazione che il creditore incontrerebbe difficoltà, spesso insuperabili, se dovesse dimostrare di non aver ricevuto la prestazione, l'onere della prova viene infatti ripartito tenuto conto, in concreto, della possibilità per l'uno o per l'altro soggetto di provare fatti e circostanze che ricadono nelle rispettive sfere di azione».

Allora, sebbene in applicazione del meccanismo agevolativo in esame l'interprete italiano non possa spingersi fino a legittimare una vera e propria inversione dell'*onus probandi* a favore del danneggiato e in contrasto con la lettera dell'art. 35-*bis*, non può fare a meno di notarsi come proprio la lettera della norma richiami l'esatta formula sancita dalla giurisprudenza di legittimità, nella parte in cui si riferisce alla *sfera* [di azione] *dell'agenzia*.

Così, nella proposizione dell'azione l'investitore potrebbe ricorrere alla prova per presunzioni⁴⁵⁷ dell'inadempimento (*rectius* infrazione) dell'agenzia di *rating*, quando, ad esempio, alla stessa sia imputabile «una difettosa tenuta della documentazione dell'attività di rating, [o] non fossero stati rispettati gli obblighi di *disclosure* al pubblico ovvero [ipotesi assai probabile] la prova non potesse essere comunque altrimenti data “per un comportamento ascrivibile alla stessa parte contro la quale il fatto da provare avrebbe potuto essere invocato”»

⁴⁵⁸.

Infatti, ferma restando l'opportunità per l'investitore di produrre in giudizio la propria consulenza tecnica, può sostenersi che, ad una più corretta ed efficace analisi delle

⁴⁵⁵ BESSO MERCHEIS C., *op. cit.*, p. 97.

⁴⁵⁶ VERDE G., *op. cit.*, pp. 473 ss.

⁴⁵⁷ Sulle peculiarità del ragionamento presuntivo cfr., per tutti, TARUFFO M., *Certezza e probabilità nelle presunzioni*, in *Foro it.*, Vol. 97, 1974, pp. 83 ss.

⁴⁵⁸ PICCIAU C., *op. cit.*, p. 201.

regole sulla prova, è comunque dato al giudice di modulare la gravità dell'*onus probandi*, in rapporto al patrimonio informativo di cui il danneggiato può ragionevolmente disporre.

2.4 *Segue. Ipotesi del “danno da rating” come danno da perdita di chance*

La riflessione che si è sin qui proposta circa le diverse declinazioni “morfologiche” del danno da *rating* ha già consentito (cfr. § 2.2 di questo capitolo) di richiamare all’analisi l’ibrida ed irrequieta tecnica risarcitoria della cd. “perdita di *chance*”.

In particolare, il dialogo tra il danno da *rating* e la lesione del patrimonio dell’investitore, in termini di “*chance* di investimento”, risulterebbe esplorabile anche alla luce della disciplina contenuta all’art. 35-*bis* del reg. n. 462/2013.

Il caso in esame sarebbe quello del disinnesco dell’opportunità, per il danneggiato-investitore, di compiere un determinato investimento, in ragione dell’emissione da parte dell’agenzia di un *rating* che sia invalido (nei sensi che si sono già chiariti).

In punto di fatto, tale *rating* potrebbe, tanto in senso ottimistico quanto pessimistico, aver mancato di rappresentare il c.d. “*fair value*” del titolo finanziario in oggetto, al punto da inibire anche solo “l’occasione” di investimento che, *ex adverso*, si sarebbe potuta cogliere.

Precisamente, si è già fatto un accenno all’ipotesi (concettualmente più vicina all’idea della *chance* disattesa) di totale “mancato investimento” a causa del *rating* invalido.

La norma comunitaria non richiama espressamente lo scenario, ma l’astratta applicabilità dell’art. 35-*bis* potrebbe ricavarsi, *in primis*, in quanto la disposizione già raccoglie il caso del pregiudizio patrimoniale subito in assenza di qualsiasi operazione di investimento (è il caso, cioè, del mancato “svincolo” del titolo).

In ogni caso, parrebbe poter soccorrere il dettato della clausola di salvaguardia contenuta al par. 5 dello stesso articolo.

Come già anticipato in precedenza, l’idea di accostare il danno da *rating* alla perdita di *chance* solletica un approfondimento circa le possibili criticità nell’accertamento del nesso causale in tale costrutto teorico.

La materia si presta, intanto, ad efficace terreno esemplificativo per tentare di condurre a sistema gli ultimi approdi interpretativi della dogmatica della *chance*, che pare non riuscire ad affrancarsi da un congenito “ibridismo” di significato.

Secondo un’accreditata impostazione giurisprudenziale, nel risarcimento per danno da perdita di *chance* il danno sarebbe attuale e consisterebbe, per l’appunto, nella perdita di

un'occasione favorevole che avrebbe potuto comportare una qualsiasi utilità (patrimoniale e non) al danneggiato ⁴⁵⁹.

Tale declinazione pretoria della perdita di occasione favorevole, è bene precisarlo, ne ha confermato la natura (*rectius* la struttura) di “danno emergente”: la fisionomia sarebbe, quindi, quella di un bene giuridico ontologicamente autonomo, presente nel patrimonio del danneggiato ed inciso dalla condotta commissiva/omissiva del danneggiante (*deminutio patrimonii*) ⁴⁶⁰.

Il linguaggio rimarrebbe quello dell'art. 1223 c.c., interpretato estensivamente, sulla spinta propulsiva del diritto “vivente”; il quale, dall'intuizione riconosciuta nella sentenza n. 500/1999 ⁴⁶¹, è ormai insonne nel voler fornire tutela risarcitoria ad ogni situazione giuridica soggettiva meritevole di protezione.

Tale configurazione autonomistica della *chance* sarebbe orientata a tenere ben divaricato il confine tra la stessa e l'utilità, o il fine nel linguaggio del danno non patrimoniale, alla quale l'opportunità era teleologicamente orientata.

Da questa impostazione discenderebbe il corollario secondo cui, per esserci risarcimento, andranno provati i presupposti di esistenza (o possibilità) di detta *chance*, intesa come attitudine “attuale” del patrimonio a cogliere l'opportunità futura ⁴⁶².

Non sono mancati percorsi interpretativi di segno contrario, seguendo i quali alla perdita di *chance* si è negato risarcimento, in quanto ritenuta fattispecie meramente teorica ovvero aspettativa di mero fatto, la cui lesione non sarebbe suscettibile di liquidazione del danno neppure equitativa ⁴⁶³.

Altra tesi ha respinto l'autonoma rilevanza della *chance*, negandone l'alterità della stessa rispetto al risultato futuro (non raggiunto a causa della condotta illecita); in quest'ottica (della cd. “prospettiva eziologica”) la *chance* non mostrerebbe i geni di un bene giuridico, ma

⁴⁵⁹ BIANCA C.M., *La responsabilità*, cit., pp. 178 e ss.

⁴⁶⁰ Si vd., *ex multis*, Cass. civ., Sez. Lav., sent. 10 gennaio 2007, n. 238, in *DeJure*; Cass. civ., Sez. un., sent. 15 marzo 2016, n. 5072, in *Mass. giust. civ.*, 2016; Cass. civ., Sez. III, sent. 9 marzo 2018, n. 5641, in *Mass. giust. civ.*, 2018; Cons. St., Sez. V, sent. 11 luglio 2018, n. 4225, in *DeJure*; Cass. civ., sent. 7 marzo 2014, n. 7195, in *DeJure*.

⁴⁶¹ Cass. civ., Sez. un., sent. 22 luglio 1999, n. 500, in *Foro it.*, 1999, Vol. 122, fasc. 11, pp. 3201 ss.

⁴⁶² Cass. civ., Sez. III, sent. 21 luglio 2003, n. 11322, in *DeJure*.

⁴⁶³ BUSNELLI F.D., *Diritto e Obbligazioni*, Torino, 1989, pp. 719 ss.

resterebbe una tecnica di accertamento causale in termini possibilistici o meramente probabilistici del mancato guadagno ⁴⁶⁴.

Peraltro, è stato osservato che le proprietà del nesso causale, nella teoria eziologica della *chance*, risulterebbero, in questo senso, ancor più fumose (si è parlato di un cd. “giudizio causale attenuato”), ove si consideri che il rigore normativo prevede la risarcibilità del lucro cessante quale “conseguenza immediata e diretta” e non solo potenziale o probabile del danno ⁴⁶⁵.

Tra le due esegetiche “classiche” v’è anche chi, con autorevolezza, ha sostenuto la tenuità del dibattito scientifico: la *chance*, più che costituire un unico elemento della dinamica risarcitoria (danno emergente o lucro cessante) orbiterebbe intorno al suo nucleo, atteggiandosi a criterio di qualificazione dell’uno o dell’altro aspetto a seconda dei casi ⁴⁶⁶.

Proprio da tale angolo prospettico, è interessante notare come, scorrendo le varie pronunce registrate sul tema della *chance* negli ultimi anni, l’approccio causalistico e l’approccio autonomistico finiscano, in realtà, per intersecarsi nella loro applicazione concreta.

La *chance* vivrebbe, così, in uno spazio interpretativo crepuscolare, sino ad atteggiarsi a tecnica risarcitoria suscettibile di applicazione generalizzata. Secondo la recente analisi della Suprema Corte ⁴⁶⁷, il giudice dovrebbe compiere in questi casi una valutazione *ex ante*, fondata sul criterio del “più probabile che non”, tesa ad accertare la relazione eziologica tra la condotta illecita (nel nostro caso, l’emissione del *rating*) e l’evento di danno (la perdita della possibilità).

La Cassazione ha però suggerito che il presupposto fondamentale del danno sarebbe da rinvenirsi nell’impossibilità di poter affermare con certezza che, ove non inciso da un dato comportamento illecito, il danneggiato avrebbe potuto cogliere un vantaggio futuro.

Dunque, la ricostruzione in termini probabilistici (cioè di incertezza) non sarebbe una caratteristica del percorso eziologico, ma dell’evento di danno, che sarebbe sì suscettibile di

⁴⁶⁴ BIGLIAZZI GERI L., BRECCIA U., BUSNELLI F.D., NATOLI U., *Istituzioni di diritto civile*, II ed., Torino, UTET, 1980, pp. 659 ss.; VISINTINI P., *Trattato breve della responsabilità civile*, Padova, Cedam, 1999, pp. 557 ss.

⁴⁶⁵ CASTRONOVO C., *Del non risarcibile aquiliano: danno meramente patrimoniale, c.d. perdita di chance, danni punitivi, danno c.d. esistenziale*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, fasc. 2, pp. 315 ss.

⁴⁶⁶ TRIMARCHI P., *La responsabilità civile*, cit., pp. 575 ss.

⁴⁶⁷ Cass. civ., Sez. III, sent. 9 marzo 2018, n. 5641, in *DeJure*.

autonoma valutazione, purché collegata alla probabilità o possibilità (e non la certezza) che nel patrimonio del danneggiato vi fosse una possibilità attuale di cogliere l'utilità sfumata.

Ove però l'*eventus damni* non mostri i connotati dell'incertezza (cioè della mera probabilità), ma della certezza del risultato finale, non dovrebbe discorrersi di responsabilità da perdita di *chance*, rimanendo la fattispecie assorbita dai comuni principi in tema di responsabilità da fatto illecito o di responsabilità contrattuale.

Secondo tale impostazione ermeneutica, vi sarebbe quindi la necessità che la domanda risarcitoria non sia coltivata nel campo del causalmente certo; in altri termini, non potrà mai aversi un danno da perdita di *chance* nel caso in cui la condotta illecita abbia sicuramente precluso il conseguimento del vantaggio economico ⁴⁶⁸.

Al danneggiato resterebbe in ogni caso l'onere di provare, anche se solo in modo presuntivo o secondo un calcolo di probabilità, la realizzazione *in concreto* di alcuni dei presupposti per il raggiungimento del risultato sperato ed impedito.

Pertanto, per quanto qui di interesse, l'obiettivo è quello di tentare una prima analisi dei risultati ricavati dall'applicazione di tale istituto nel campo del *rating* illecito e del mancato investimento del danneggiato.

A tal proposito, può essere utile prendere le mosse da “regioni risarcitorie” in un senso limitrofo a quella in esame; potrebbe, quindi, non essere superfluo comprendere l'attuale posizione dell'Arbitro Bancario e Finanziario sul tema.

Allo scopo, si può prendere in esame il caso del danno da mancato accesso al credito, a causa di indebita segnalazione del cliente in centrale rischi; danno che, secondo l'orientamento dei Collegi, si qualifica come danno patrimoniale da perdita di *chance* ⁴⁶⁹.

In tali vicende, i ricorrenti lamentano la perduta occasione di poter accedere al credito di altri intermediari finanziari a causa delle suddette segnalazioni.

In un caso esemplificativo, il Collegio di Milano ha richiamato il noto precedente rappresentato dalla sentenza della Cassazione n. 9598 del 2008, secondo la quale la perdita di occasione favorevole «*costituisce un'ipotesi di danno patrimoniale futuro. Come tale, essa è risarcibile a condizione che il danneggiato dimostri (anche in via presuntiva, ma pur sempre sulla base di circostanze di*

⁴⁶⁸ GIAGNOTTI G.D., *I presupposti del danno patrimoniale da perdita di chance*, cit., pp. 12 ss.

⁴⁶⁹ Cfr., *ex multis*, ABF, Coll. Bologna, dec. 22 ottobre 2021, n. 21974, in www.arbitrobancariofinanziario.it; ABF, Coll. Milano, dec. 8 ottobre 2019, n. 22550, in www.arbitrobancariofinanziario.it; ABF, Coll. Roma, dec. 25 ottobre 2021, n. 22135, in www.arbitrobancariofinanziario.it.

fatto certe e puntualmente allegate) la sussistenza d'un valido nesso causale fra il danno e la ragionevole probabilità della verifica futura del danno»⁴⁷⁰.

Pare, dunque, che il Collegio abbia voluto accedere alla visione cd. “autonomistica” della *chance* perduta: in altri termini, la perdita di *chance* si qualificherebbe quale danno emergente, sussistente nelle conseguenze prodotte dall'occasione persa per illecita responsabilità altrui.

In una vicenda diversa ma per altri aspetti vicina al caso in esame, il cliente ha rappresentato al Collegio che, a causa del disservizio informatico della banca protrattosi per 24 ore (nel caso in esame era divenuto indisponibile il saldo attivo del conto corrente), gli era stata preclusa la possibilità di acquistare un bene in offerta promozionale temporanea.

L'ABF, investito della questione nel Collegio di Napoli, sembra aver fatto applicazione dei principi recentemente espressi dalla giurisprudenza di legittimità⁴⁷¹.

Il Collegio ha affermato che, nel caso di specie, il cliente non ha rappresentato il danno in termini di *chance* (i.e. incertezza), avendo invece dimostrato – producendo la prova del rifiuto della transazione al tentativo di acquisto del bene in offerta – che il risultato finale, ove non inciso dalla condotta illecita dell'intermediario, sarebbe stato certo e non soggetto ad insuccessi.

Così riassunti i principali approdi ermeneutici in materia, viene da chiedersi se la domanda risarcitoria da perdita di *chance* possa costituire un valido strumento di tutela per l'investitore che, condizionato nel proprio affidamento (nesso causale) su un *rating* illecito (ai sensi del regolamento comunitario), non abbia potuto (*rectius* voluto) compiere l'operazione finanziaria di investire sul titolo “mal valutato”.

Si immagini il caso in cui l'investitore Z voglia procedere all'acquisto del titolo X, al quale l'agenzia abbia, in t_1 , con *rating* invalido, assegnato un giudizio eccessivamente pessimistico (Baa1 o Baa2 per Moody's invece di A3).

L'investitore avrebbe così evitato di comprare, pregiudicandosi la possibilità di svincolare successivamente il titolo al prezzo vantaggioso che, in t_2 , esso ha effettivamente raggiunto, in considerazione del suo reale merito finanziario.

⁴⁷⁰ ABF, Coll. Milano, dec. 8 ottobre 2019, n. 22550, cit. Si vd. Cass. civ., Sez. III, sent. 25 settembre 1998, n. 9598, in *Danno e resp.*, 1999, Vol. I, pp. 534 ss. (con nota di) U. VIOLANTE, *La chance di un giro di valzer (sul danno biologico dell'aspirante ballerino)*.

⁴⁷¹ ABF. Coll. Napoli, dec. 18 maggio 2020, n. 8998, in www.arbitrobancariofinanziario.it.

Ebbene, non v'è dubbio che nel patrimonio dell'investitore vi fosse l'opportunità di acquistare il titolo.

Ciò che invece lascia perplessi è la possibilità di ricostruire, secondo una valutazione *ex ante*, la concreta possibilità del risultato favorevole (cioè del guadagno) in considerazione della natura dell'utilità stessa: vale a dire un guadagno da investimento finanziario.

Prescindendo dal dibattito circa la ricostruzione in termini autonomistici o causalistici della *chance*, è innegabile che la teorica del danno da perdita di occasione favorevole prende le mosse da un presupposto implicito, vale a dire la stabilità, la concretezza del risultato finale, di cui la *chance* rappresenta un precedente sul piano risarcitorio.

Diversamente, non potrebbe spiegarsi come la Suprema Corte possa richiedere al danneggiato di fornire la prova della "concreta" possibilità di ottenere un risultato "non concreto" o, per meglio dire, non scontato.

Pertanto, come già osservato da gran parte di dottrina e giurisprudenza, la *chance* partecipa della natura del bene giuridico astratto collegato all'utilità finale, da cui ricava, peraltro, il suo atteggiarsi a danno patrimoniale o non patrimoniale.

Tuttavia, nel caso in esame, l'operazione economica rappresentata dall'investimento in titoli ed obbligazioni finanziarie mantiene una peculiarità: per definizione la sua utilità patrimoniale non è scontata, è fluttuante, si potrebbe dire aleatoria.

Resta allora il monito di quella attenta dottrina, la quale non è persuasa della possibilità che la *chance* possa servire a risarcire parzialmente un danno solo "probabile"⁴⁷².

In altri termini, configurare il danno da *rating* (*rating* che, di per sé, è pure una probabilità statistica) potrebbe voler dire anticipare eccessivamente la tutela risarcitoria alla "*chance* di una *chance*"; alla perdita, cioè, dovuta ad un giudizio probabilistico, della probabilità di ottenere probabilmente un risultato favorevole.

Tale costruzione logica, si osserva, mostra tutti i segni di un rapido decadimento della sua impalcatura instabile, finendo forse per crollare nei crismi di interpretazioni più elementari, quale, ad esempio, il danno da lesione della libertà contrattuale dell'investitore.

⁴⁷² BIANCA C.M., *op cit.*, p. 182.

3. La validità delle clausole di limitazione di responsabilità di cui al par. 3, art. 35-bis

Altro profilo di criticità con cui l'autorità giudiziaria può essere chiamata a misurarsi è quello relativo alla validità delle clausole di limitazione della responsabilità o *disclaimers*, unilateralmente predisposti dalle agenzie di *rating* all'interno dei già citati *terms of use*.

Più precisamente, in tali clausole le agenzie si preoccupano di specificare la *natura* dei giudizi che pubblicano, in forza della quale le stesse sarebbero da ritenersi esonerate da ogni responsabilità per gli eventuali danni subiti da chi ne abbia fatto uso.

In quanto parte integrante degli accordi d'uso, i *disclaimers* sono pubblicati sul sito ufficiale di ciascuna CRA e, con specifico riguardo alle Tre Sorelle, può dirsi che presentino generalmente un contenuto pressoché identico ⁴⁷³.

Com'era prevedibile, in letteratura ci si è chiesti da subito *se e in che misura* potesse essere riconosciuta efficacia a tali clausole, visto quanto previsto sul punto sia dalla normativa europea, che dall'ordinamento nazionale ⁴⁷⁴.

In particolare, l'art. 35-bis, al par. 3 dispone che «*[l]a 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 (...)*», esplicitando che «*[l]e limitazioni non conformi al primo comma o le esclusioni di responsabilità civile sono prive di effetti giuridici*».

In forza del rinvio agli ordinamenti nazionali di cui si è detto ⁴⁷⁵, anche la valutazione circa la *ragionevolezza* e la *proporzionalità* di eventuali clausole limitative preventive sarà rimessa all'autorità giudiziaria competente *ex par. 4* dello stesso articolo.

⁴⁷³ «*In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages*», S&P Global Ratings, *Legal disclaimers*, disponibile su www.spglobal.com.

⁴⁷⁴ Per una panoramica sulle clausole di esonero da responsabilità, cfr. per tutti PONZANELLI G., *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 1984, pp. 8 ss.; ID., *Le clausole di esonero dalla responsabilità*, in *Danno e resp.*, 1998, Vol. 3, fasc. 10, pp. 852 ss. Più di recente, cfr. ANZANI G., *Osservazioni sui patti di esonero da responsabilità civile*, in *Jus civ.*, 2018, fasc. 3, pp. 362 ss.

⁴⁷⁵ Per cui si rinvia *supra* §§ 2.1 e 2.2, di questa SEZ.

Così, l'eventuale efficacia riconosciuta a tali *disclaimers* non potrà, in ogni caso, valicare i limiti di cui all'art. 1229 c.c., ai sensi del quale «[è] nullo qualsiasi patto che esclude o limita preventivamente la responsabilità del debitore per dolo o colpa grave».

Come noto, la *ratio* della norma vuole che il debitore assicuri al creditore un “minimo” di impegno nell'assunzione dell'obbligazione, negando la cittadinanza a clausole di “irresponsabilità” nel caso di inadempimento (commesso per dolo o colpa grave); clausole che un eventuale contraente debole potrebbe non essere nelle condizioni di rifiutare.

Più in generale, il divieto risponde all'esigenza di «non consentire l'indiretta acquiescenza alla violazione di regole fondamentali per la convivenza sociale e di eliminare la remora alla colpa grave e al dolo»⁴⁷⁶.

A fronte della portata generale della norma *de qua*, la cui applicabilità è stata riconosciuta anche ai patti di esonero o limitazione dalla responsabilità extracontrattuale⁴⁷⁷, laddove le clausole di esonero delle agenzie siano da ritenersi astrattamente valide, occorrerebbe valutarne in concreto la portata nei confronti di tutti i soggetti che non sono loro controparti contrattuali dirette.

Sul punto, è appena il caso di precisare che alla tradizionale impostazione della responsabilità extracontrattuale – come “interferenza *episodica e occasionale*” tra due sfere giuridiche, prima estranee⁴⁷⁸ – che, di conseguenza, considera ontologicamente inconcepibile una clausola di esonero in ambito aquiliano, la disciplina consumeristica ha offerto un sensibile *argumentum a contrario* con l'art. 124 cod. cons.

⁴⁷⁶ Cass. civ., Sez. III, sent. 8 marzo 1980, n. 1543, in *DeJure* (cors. agg.).

⁴⁷⁷ In giurisprudenza, già Cass. civ., Sez. un., sent. 8 gennaio 1992, n. 104, in *DeJure*; cfr., *ex multis*, Cass. civ., Sez. II, sent. 16 giugno 2005, n. 12880, in *DeJure* e Cass. civ., Sez. I, sent. 17 luglio 2014, n. 16365, in *DeJure*. Sul punto, cfr. ANZANI G., *op. cit.*, p. 368: «[l']estensione giurisprudenziale dell'art. 2236 c.c. alla responsabilità extracontrattuale (...) rappresenta un argomento a sostegno dell'esportazione in via analogica anche del primo comma dell'art. 1229 c.c. e, nel contempo, riduce il divario tra i due regimi di responsabilità civile. In altri termini, se la responsabilità aquiliana del professionista imperito si fonda sul criterio d'imputazione della colpa grave e, quindi, una regola legale, a cui il danneggiato non ha accettato di sottoporsi volontariamente dopo aver potuto ponderare gli interessi in gioco, esclude qualsivoglia responsabilità del professionista per colpa semplice, la medesima esclusione deve reputarsi ammissibile in virtù di un patto negoziale tra potenziale danneggiante e potenziale danneggiato, perché questi ha consapevolmente accettato una riduzione della tutela offertagli dall'ordinamento».

⁴⁷⁸ THIENE A., *Nuovi percorsi della responsabilità civile. Dalla condotta allo status*, Padova, Cedam, 2006, pp. 201 ss.

Segnatamente, la norma da ultimo citata dispone la nullità di «*qualsiasi patto che escluda o limiti preventivamente, nei confronti del danneggiato, la responsabilità*» per danno da prodotti difettosi e si pone come deroga alla regola generale di cui all'art. 1229 c.c.⁴⁷⁹

Così, secondo alcuni autori, tale disposizione speciale «avallerebbe la piena e indiscussa configurabilità di tali clausole in ambito extracontrattuale, incidendo su diversi settori dell'ordinamento caratterizzati da un cumulo di responsabilità e da una tipizzazione (normativa e giurisprudenziale) di determinate fattispecie»⁴⁸⁰.

Invero, pur ammettendo l'operatività delle clausole in esame al di fuori dell'ambito contrattuale, pare alquanto improbabile che i *disclaimers* presenti sul sito web delle CRAs possano spiegare una qualche efficacia tanto nei confronti degli investitori-*subscribers* (sia che li si intenda come controparti contrattuali in senso stretto, sia che li si consideri “terzi prossimi”), quanto – *a fortiori* – nei confronti degli investitori non registrati o abbonati, che non abbiano sottoscritto alcun accordo d'uso (*i.e.* “terzi remoti”)⁴⁸¹.

A ben vedere, «le clausole che escludano o limitino la responsabilità, tanto aquiliana quanto da inadempimento, devono rispettare la medesima disciplina sia degli artt. 1341, comma 2, e 1342, comma 2, c.c., i quali impongono la cautela formale della doppia sottoscrizione a tutela della controparte di chi abbia predisposto condizioni generali di contratto oppure moduli o formulari contrattuali, sia degli artt. 33 ss. cod. cons., i quali consentono una valutazione sostanziale dell'autoregolamento negoziale a tutela del consumatore nelle contrattazioni con un professionista»⁴⁸².

Allora, come poc'anzi rilevato in materia di vicinanza della prova, se è vero che nella relazione tra agenzia di *rating*/investitore la strutturale e connaturata asimmetria informativa è un elemento da doversi valorizzare nella gestione della prova, a maggior ragione verrà in rilievo nell'ipotesi di *legal disclaimers* unilateralmente predisposti dalle agenzie specializzate.

⁴⁷⁹ In ipotesi di responsabilità per danno da prodotti a nulla rileva l'elemento psicologico: infatti, sono nulle le clausole di esonero da responsabilità dovuta non solo a dolo o colpa grave, ma anche in caso di colpa lieve.

⁴⁸⁰ THIENE A., *Art. 124. Clausole di esonero da responsabilità (cod. cons.)*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, (a cura di) G. DE CRISTOFARO, A. ZACCARIA, II Ed., Padova, Cedam, 2013, p. 801.

⁴⁸¹ Cfr. LUKACS F., *op. cit.*, pp. 226 ss.; SANNA P., *op. cit.*, pp. 132 ss.; mentre, con specifico riferimento all'efficacia dei *disclaimers* predisposti dagli analisti finanziari nei confronti di coloro che non sono loro parti contrattuali dirette, cfr. MAZZONI A., *op.cit.*, pp. 229 ss.

⁴⁸² ANZANI G., *op. cit.*, p. 375.

Di conseguenza, in mancanza di un'espressa e specifica approvazione tali patti di esonero o limitazione di responsabilità saranno da ritenersi *inefficaci* nei confronti degli investitori, specie di quelli che, ai sensi dell'art. 3, lett. a), cod. cons., rientrino nella nozione di consumatore ⁴⁸³.

4. Prospettive *de iure condendo*. Coordinamento con l'attività di vigilanza dell'ESMA e possibili riflessi probatori sull'accertamento civilistico del “danno da *rating*”

Si è detto che tra i meccanismi di agevolazione della prova, nell'ipotesi di responsabilità dell'agenzia di *rating* fatta valere dall'investitore, costui – dato il fisiologico *status* di *deficit* informativo in cui versa – può ricorrere alla prova per presunzioni.

Oltre a quelle, già citate, fondate sulla violazione degli obblighi di *disclosure* imposti alle agenzie di *rating*, si possono immaginare altre presunzioni, legate alla specifica dinamica di investimento.

Non è questa la sede per una compiuta analisi sulla molteplicità di dinamiche di investimento possibili ⁴⁸⁴; basti qui precisare che quella basata sull'affidamento riposto da un dato risparmiatore sul voto espresso da un'agenzia specializzata non è l'unico (e nemmeno il più diffuso) *modus operandi*.

⁴⁸³ Sulla dubbia validità sul piano logico-sostanziale di tali clausole, suscettibile di minare la causa del contratto (di abbonamento) a pena di nullità, cfr. LUKACS F., *op. cit.*, p. 228 (nt. 42), dove l'A. sottolinea come «l'obbligo che la società di *rating* assume nei confronti dei soggetti registrati al sito è quello di fornire – tramite la relativa pubblicazione – dei *rating* accurati basati su informazioni ritenute ragionevolmente affidabili, la pattuizione relativa all'esonero da responsabilità contrattuale potrebbe ritenersi parzialmente nulla, laddove incida proprio sulle sole obbligazioni che la CRA assume, sottraendo gran parte (quando non la totalità) del contenuto obbligatorio dell'accordo alla disciplina (ed alle conseguenze) dell'inadempimento».

⁴⁸⁴ Sul punto, per un'approfondita disamina e relative ripercussioni in termini di nesso causale, cfr. per tutti PICCIAU C., *op. cit.*, pp. 227 ss.

È ben possibile, infatti, assistere ad un “danno da *rating*” in assenza della dinamica dell’affidamento, sulla quale, invece, il legislatore europeo impernia la risarcibilità *ex art. 35-bis* ⁴⁸⁵.

È questo il caso della dinamica dei prezzi degli strumenti finanziari, vale a dire la modifica “artificiale” dei prezzi dei titoli, sui quali il *rating* (ad esempio, eccessivamente ottimistico o, al contrario, pessimistico) esercita un’influenza diretta, determinandone un aumento (o un deprezzamento) che non corrisponda al loro valore “effettivo” ⁴⁸⁶.

In tal caso, infatti, l’investitore subirà un danno dovuto, ad esempio, «all’aver acquistato a un prezzo, poi improvvisamente diminuito a seguito della revisione del *rating* (il nesso di causalità sarebbe, quindi, dato dall’influenza del *rating* sul prezzo)» ⁴⁸⁷.

Come osservato da attenta dottrina, nella produzione del danno da *rating* il minimo comun denominatore è certamente l’alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari, mentre, al contrario, l’affidamento si pone come condizione *sufficiente* ma *non necessaria*.

A riprova di ciò, altra ipotesi, già esaminata in precedenza, è quella in cui il *rating* delle agenzie riconosciute costituisca la *condicio sine qua non* di accesso a determinati mercati, o per meglio dire, per offrire determinati strumenti finanziari sul mercato ⁴⁸⁸.

Evidentemente, in tutti questi casi il grado di esigibilità della prova dell’affidamento non sarà sempre lo stesso, ragion per cui – si è detto – l’investitore danneggiato potrebbe ricorrere alla prova per presunzioni, da calibrarsi rispetto al diverso contenuto del fatto da dimostrarsi in giudizio.

Ad esempio, nelle operazioni di cartolarizzazione, qualora il giudizio da parte delle ECAI (*i.e.* agenzie riconosciute) sia previsto da una specifica disposizione di legge (art. 2, l. n. 130/1999 nell’ambito della normativa nazionale) per l’offerta al pubblico (o a una determinata cerchia di investitori), il nesso di causalità potrà ritenersi *in re ipsa*, a nulla rilevando l’affidamento di quella particolare cerchia investitori ⁴⁸⁹.

⁴⁸⁵ Come già trattato in altra sede, nella responsabilità da informazioni inesatte, la letteratura civilistica classica considera l’elemento dell’*affidamento* (ragionevole) parte integrante del nesso eziologico tra la condotta informativa e il danno, vd. *supra* § 4, SEZ. III, CAP. I.

⁴⁸⁶ Cfr. per tutti PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets*, cit., pp. 649 ss.

⁴⁸⁷ PICCIAU C., *op. cit.*, p. 310.

⁴⁸⁸ *Ibi*, pp. 683 ss., per cui si vd. *supra* § 4, SEZ. II, CAP. I.

⁴⁸⁹ Così, PICCIAU C., *op. cit.*, pp. 242 ss.; di diverso avviso, SCARONI C., *op. cit.*, pp. 816 ss. e PICARDI L., *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., pp. 208 ss.

In altre parole, qui il danno è dovuto alla riduzione del valore dell'investimento, che di fatto non si sarebbe verificato in assenza del contributo dell'agenzia, la cui valutazione è stata la condizione *determinante* per rendere possibile l'intera operazione di offerta degli strumenti.

Ancora, un'ipotesi particolare, nella quale l'affidamento possa più agevolmente dimostrarsi, si ha quando l'investitore si serva di servizi di investimento in un'operazione di acquisto, accompagnata dal relativo *prospetto informativo*.

In tal caso, quando nel prospetto – che il consulente finanziario ha l'obbligo di consegnare all'investitore – sia indicato il *rating* di una o più agenzie, si è argomentato che proprio su quest'ultima circostanza potrebbe fondarsi la prova per presunzioni semplici dell'affidamento.

Sul punto, si registra una pronuncia del Tribunale di Milano che, richiamando l'orientamento della giurisprudenza di legittimità in tema di affidamento sulle informazioni contenute nei prospetti informativi ⁴⁹⁰, ha sostenuto come «*documentando che all'interno dell'ordine di acquisto di un singolo strumento finanziario è indicato il rating attribuito da una determinata agenzia*» ⁴⁹¹, l'investitore-danneggiato dimostrerebbe che il suddetto *rating* sia stato preso in considerazione nella relativa decisione, potendosene – in ultima analisi – presumere l'affidamento.

Fatta eccezione per le sopra citate dinamiche, in tutti quei casi in cui il ragionevole affidamento non possa essere presunto (o ignorato), ma debba essere puntualmente provato dall'investitore, tale prova – così come quella relativa alla violazione, al nesso causale e al danno – rimane ardua da fornire alla luce dello strumentario informativo normalmente a disposizione del danneggiato.

In questi termini, il problema è stato affrontato dalla letteratura più recente che ha correttamente rilevato come la materia del *rating* possa rappresentare un'occasione per sperimentare un'ulteriore forma di coordinamento tra *enforcement* pubblico e privato ⁴⁹².

⁴⁹⁰ Cass. civ., Sez. I, sent. 11 giugno 2010, n. 14056, in *DeJure*, in cui la Suprema Corte ha evidenziato che «una volta accertata l'inesattezza di quelle informazioni, dovrebbe senz'altro presumersi la loro incidenza causale nella produzione del danno subito dal sottoscrittore di titoli rivelatisi in tutto o in parte privi di valore».

⁴⁹¹ Trib. Milano, sent. 23 novembre 2015, n. 13138, in *DeJure*. Più di recente, conforme, Trib. Miano, sent. 24 maggio 2017, n. 5894, in *DeJure*.

⁴⁹² Cfr. RINALDO C., *Rating incongrui e tutele del mercato*, cit., pp. 212 ss.; PICCIAU C., *op. cit.*, pp. 301 ss.

Come noto, il coordinamento tra accertamento amministrativo da parte di un'autorità di vigilanza e l'azione civile risarcitoria ha conosciuto un considerevole sviluppo in materia di illecito *antitrust*.

Per quanto qui d'interesse, il riferimento va alle c.d. azioni *follow on*, che – a differenza delle opposte azioni *stand alone* ⁴⁹³ – presuppongono (quindi, per l'appunto, “seguono”) un precedente accertamento di condotte abusive, operato, a livello europeo, dalla Commissione ovvero, sul piano nazionale, dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM).

Proprio in relazione a tale tipologia di azioni, si è posta la questione del valore probatorio da assegnare ai provvedimenti adottati dall'autorità amministrativa nell'ambito dei giudizi incardinati avanti al giudice civile ⁴⁹⁴.

Da tempo, la giurisprudenza di merito e di legittimità hanno riconosciuto l'esperibilità di un'azione civile finalizzata a richiedere il risarcimento del danno *antitrust*, incentivandone anzi un più ampio ricorso, in ragione del fatto che tale strumento “di affiancamento”, salutato con favore anche dalla Commissione europea, funge da ulteriore deterrente alla violazione delle norme a tutela della concorrenza ⁴⁹⁵.

Segnatamente, con riferimento alle decisioni dell'Autorità *antitrust*, la Suprema Corte ha più volte ribadito che queste possano valere come *prova particolarmente pregnante* in relazione alla sussistenza dell'illecito, non escludendosi, tuttavia, che le parti possano offrire prove a sostegno ovvero contrarie alle conclusioni cui perviene l'AGCM ⁴⁹⁶.

Ne deriva che, nell'azione risarcitoria, qualora la parte attrice allegghi la decisione dell'autorità amministrativa che accerti l'illecito *antitrust*, in forza dell'art. 115 c.p.c., spetterà al convenuto fornire la prova contraria: vale a dire che il convenuto dovrà «dedurre nuovi

⁴⁹³ Si definisce “*stand alone action*” quell'azione che «è incardinata in giudizio dall'attore in assenza di un precedente accertamento della violazione delle regole *antitrust* da parte dell'Autorità amministrativa. Spetterà, dunque, al giudice nazionale adito, accertare (sulla base delle allegazioni delle parti) l'asserita violazione delle regole *antitrust* ed, eventualmente, liquidare il danno sofferto dalla vittima», cfr. www.osservatorioantitrust.eu.

⁴⁹⁴ In argomento, per una puntuale analisi cfr. VASQUES L., *Private enforcement della disciplina antitrust in Italia: si può fare?*, in *Danno e resp.*, 2012, fasc. 8-9, pp. 824 ss.

⁴⁹⁵ Cfr. CEE, *Libro Verde. Azioni di risarcimento del danno per violazione delle norme antitrust comunitarie*, COM 2005/672, 19 dicembre 2005, in *EUR-Lex*.

⁴⁹⁶ Cfr., *ex multis*, Cass. civ., Sez. I, sent. 13 febbraio 2009, n. 3638, in *DeJure*, dove la Corte precisa che «[q]uanto alla nota dell'A.G.C.M., correttamente la Corte territoriale afferma che un simile parere non è vincolante per l'A.G.O. (...) [tuttavia] nell'eventuale decisione già intervenuta dall'A.G. [può rinvenirsi] uno strumento di prova privilegiato, a fronte del quale si potrebbe configurare un'inversione dell'onere della prova».

fatti non considerati nella decisione ovvero ricostruire in modo diverso i fatti già analizzati dall'autorità di concorrenza per pervenire, secondo una diversa ricostruzione dei fatti che sia credibile agli occhi dell'organo giudicante, ad una conclusione diversa rispetto a quella stigmatizzata nella decisione»⁴⁹⁷.

Più recentemente, la giurisprudenza di legittimità ha chiaramente ribadito che «[i]l provvedimento, divenuto definitivo, contenente l'accertamento della violazione del diritto della concorrenza costituisce, nel giudizio risarcitorio, *prova privilegiata* in ordine alla posizione assunta sul mercato dall'impresa sanzionata, al suo eventuale abuso e all'esistenza di una condotta anticoncorrenziale, gravando sulla parte convenuta l'onere di dimostrare l'interruzione del nesso causale tra l'illecito e il danno, articolando la prova contraria in modo specifico, su profili non risultanti dalla decisione dell'Autorità *antitrust*»⁴⁹⁸.

È evidente, allora, come tale coordinamento costituisca un importante strumento di agevolazione della prova, particolarmente rilevante quando il danneggiato sia classificabile come consumatore o, più in generale, contraente debole⁴⁹⁹.

Non solo. Gli approdi della giurisprudenza italiana hanno poi trovato conferma nel d.lgs. del 19 gennaio 2017, n. 3 (di attuazione della direttiva 2014/104/UE)⁵⁰⁰ al cui art. 7, co. 1, il legislatore ha formalmente sancito che «*[a]i fini dell'azione per il risarcimento del danno si ritiene definitivamente accertata, nei confronti dell'autore, la violazione del diritto della concorrenza constatata da una decisione dell'autorità garante della concorrenza e del mercato di cui all'articolo 10 della legge 10 ottobre 1990, n. 287, non più soggetta ad impugnazione davanti al giudice del ricorso, o da una sentenza del giudice del ricorso passata in giudicato*».

Il secondo comma dello stesso articolo precisa che tale decisione «*costituisce prova, nei confronti dell'autore, della natura della violazione e della sua portata materiale, personale, temporale e territoriale, valutabile insieme ad altre prove*».

⁴⁹⁷ VASQUES L., Private enforcement della disciplina antitrust in Italia: si può fare?, cit., p. 832, nt. 28.

⁴⁹⁸ Cass. civ., Sez. I, sent. 3 aprile 2020, n. 7678, in *DeJure* (cors. agg.). Conforme, si vd. Cass. civ., Sez. I, sent. 27 febbraio 2020, n. 5381, in *DeJure*.

⁴⁹⁹ Volendo accogliere la teoria del contratto asimmetrico, nel quadro degli scambi economici caratterizzati dalla fisiologica asimmetria informativa, ci si potrebbe riferire alla parte “debole” come “customer”, nell’accezione intesa da ROPPO V., *Il contratto del duemila*, IV ed., Torino, Giappichelli, 2020, pp. 131 ss.

⁵⁰⁰ D.lgs. 19 gennaio 2017, n. 3, relativo “all’attuazione della direttiva 2014/104/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 novembre 2014, relativa a determinate norme che regolano le azioni per il risarcimento del danno ai sensi del diritto nazionale per violazioni delle disposizioni del diritto della concorrenza degli Stati membri e dell’Unione europea”, (G.U. del 19 gennaio 2017, L. n. 15).

Peraltro, la valenza in sede probatoria sarebbe da intendersi non solo in relazione ai provvedimenti ma anche con riguardo alle risultanze e agli atti istruttori nell'ipotesi – peraltro, assai frequente – in cui la procedura aperta dall'AGCM non si definisca con l'irrogazione di una sanzione, bensì con la c.d. “assunzione di impegni”.

In tale ultima eventualità, infatti, l'impresa cui sia stata imputata una condotta abusiva ha accesso ad un trattamento di favore, per cui – ai sensi dell'art. 14-ter l. 10 ottobre 1990, n. 287 – qualora gli impegni assunti da quest'ultima siano ritenuti idonei ad eliminare gli effetti della condotta anticoncorrenziale e vengano dalla stessa onorati, il procedimento si chiude senza l'accertamento dell'infrazione⁵⁰¹.

In questo frangente, gli atti istruttori formati in costanza di procedimento, seppure questo non abbia comportato una sanzione amministrativa, potrebbero avere una notevole rilevanza in sede civile, data l'ampiezza dei poteri e delle competenze tecniche di cui l'autorità dispone.

Ciò vale, allo stesso modo, per quei casi in cui all'impresa si applichi il c.d. “programma di clemenza” (o *leniency applications*), per cui alla stessa sia stata riconosciuta un'immunità (totale o parziale) a seguito della propria auto-denuncia e della «genuina cooperazione» nell'attività di indagine condotta dall'*Antitrust*⁵⁰².

Ebbene, alla luce delle peculiarità del tema, l'ambito della responsabilità delle agenzie di *rating*, così come normata dal legislatore europeo, sembrerebbe essere il terreno (ancora più) elettivo per una discussione in questo senso.

Si tratta di capire se l'orientamento – consolidatosi in giurisprudenza e poi accolto dal legislatore – sul valore probatorio assegnato agli atti dell'AGCM, in materia di tutela della concorrenza, possa estendersi anche ai provvedimenti adottati dall'ESMA nello svolgimento della propria attività di vigilanza sulle agenzie di *rating*.

⁵⁰¹ Sul punto, si segnala il procedimento avviato nel 2011 dalla Commissione europea, la quale aveva addebitato a Standard & Poor's (allora divisione della The McGraw-Hill Companies Inc.) la violazione dell'art. 102 TFUE (divieto di abuso di posizione dominante), *sub specie* per la ritenuta applicazione di prezzi indebitamente elevati a fronte dell'assegnazione, da parte dell'agenzia medesima, dei numeri di identificazione internazionale degli strumenti finanziari (ISIN). Il procedimento si chiudeva senza l'accertamento formale dell'infrazione, a seguito dell'assunzione di impegni da parte dell'agenzia di *rating*; per cui si rinvia *infra* § 4.1 (*sub* nt. 354), SEZ. I, CAP. III.

⁵⁰² Il programma, di derivazione europea, è stato poi recepito a livello nazionale nella L. 10 ottobre 1990, n. 287, agli artt. 15 e ss. Sul punto, cfr. GHEZZI F., *Clemenza e deterrenza nel diritto antitrust: l'utilizzo dei leniency programs nella lotta contro i cartelli e intese “hard core”*, in *Conc. merc.*, 2002, fasc. 10, pp. 229 ss.

A ben vedere, il reg. (UE) n. 462/2013 già prevede un punto di raccordo tra l'azione risarcitoria e l'*enforcement* pubblico, quando, al par. 6 dell'art. 35-*bis* precisa che tale «*diritto al risarcimento stabilito dal presente articolo non impedisce all'AESFEM [i.e. ESMA] di esercitare pienamente i propri poteri ex art. 36-bis*».

Come analizzato in altra sede, il citato regolamento nell'affidare all'autorità di vigilanza europea il compito di accertare e sanzionare eventuali violazioni della normativa, le attribuisce diversi poteri e facoltà, tra i quali la richiesta di informazioni alle agenzie vigilate, l'esame e l'estrazione di copia di documenti o le ispezioni *in loco* ⁵⁰³.

Tuttavia, per quanto attiene specificamente le risultanze dei singoli atti di indagine, compiuti dall'ESMA nel corso dell'attività istruttoria, non pare potersi procedere ad una sovrapposizione *tout court* delle considerazioni svolte in materia di danno *antitrust*.

La possibilità che a tali atti possa essere riconosciuto un valore che vada oltre il semplice indizio, così come quella di riconoscere all'investitore l'accesso al fascicolo del procedimento amministrativo ⁵⁰⁴, non sembra percorribile per due ordini di ragioni.

In primo luogo, l'interesse all'allegazione di singoli atti investigativi o all'accesso al fascicolo da parte del danneggiato si giustificerebbe in assenza di una decisione dell'autorità. Ebbene, poiché in materia di *rating* il sistema di vigilanza non prevede procedure analoghe a quelle dell'assunzione di impegni o del programma di clemenza – dove, per l'appunto, la mancanza dell'accertamento formale dell'infrazione si deve esclusivamente al trattamento di favore concesso – proprio l'assenza di un provvedimento “definitivo” dell'ESMA non lascia spazio ad alcun meccanismo agevolativo della prova in punto di accertamento dell'infrazione.

In secondo luogo, l'eventuale “utilizzo” di un atto o provvedimento amministrativo in sede civile, al fine di agevolare l'onere della prova gravante sul danneggiato, può riguardare solo l'elemento della violazione del regolamento e non anche l'accertamento del nesso causale. Di conseguenza, qualora la stessa autorità di vigilanza non abbia accertato alcuna infrazione, sarà quantomeno improbabile che qualsiasi atto dell'ESMA possa spiegare una qualche efficacia in termini di individuazione/accertamento di una delle violazioni di cui all'all. III.

⁵⁰³ Per cui si rinvia *supra* § 2, SEZ. III, CAP. I.

⁵⁰⁴ Sulla possibilità, per il tramite dell'art. 210 c.p.c., per l'attore di acquisire nel giudizio, in sede di risarcimento del danno *antitrust*, il fascicolo del procedimento svoltosi innanzi all'AGCM, cfr. VASQUES L., *Private enforcement della disciplina antitrust in Italia: si può fare?*, cit., pp. 837 ss.

Viceversa, qualora al termine dell'attività istruttoria – spesso complessa – condotta dall'autorità di vigilanza europea, quest'ultima emani un provvedimento che assegni una misura di vigilanza ovvero irroghi una sanzione all'agenzia di *rating* coinvolta, un'estensione in via analogica non è da escludere.

Più correttamente, qui, data l'assenza di una specifica normativa – com'è, invece, nell'ambito del danno *antitrust* – che vincoli l'organo giurisdizionale nazionale (quantomeno in relazione all'accertamento della violazione) alla decisione adottata dall'autorità amministrativa⁵⁰⁵, dovrà aversi riguardo alle considerazioni svolte in sede giurisprudenziale.

Così, in forza della “valvola di sfogo” di cui al par. 2 (ult. per.) dell'art. 35-*bis*, in sede di azione risarcitoria promossa dall'investitore contro l'agenzia di *rating*, qualora la stessa sia stata già destinataria di un provvedimento definitivo dell'ESMA (eventualmente confermato dalla Corte di giustizia UE⁵⁰⁶), il giudice nazionale potrà richiamare la giurisprudenza in materia di illecito *antitrust* e riconoscere al provvedimento *de quo* valore di «prova privilegiata».

Infatti, così come nell'ambito dell'illecito anticoncorrenziale, anche quando si tratta di illecito commesso da CRA – lo si è detto – il soggetto che lamenti di aver subito un danno incontra notevoli difficoltà sul piano probatorio.

Peraltro, in entrambi i casi, si nota che tale danno è frutto dell'alterazione delle dinamiche di mercato: gli effetti pregiudizievoli (tanto sotto forma di innalzamento del prezzo di uno specifico prodotto, quanto di modifica artificiale dei prezzi degli strumenti finanziari) si riverberano nella sfera giuridica del singolo consumatore/investitore a seguito di quel (mal)funzionamento, che le sopra citate autorità di settore hanno il compito di presidiare.

Cionondimeno, occorre svolgere due precisazioni.

Con riguardo alla prima, è bene ribadire che tale meccanismo di coordinamento e di relativo riflesso probatorio, mentre può dirsi agevolmente efficace per l'accertamento della condotta illecita dell'agenzia (*i.e.* dell'infrazione impattante sul *rating*), sembra non altrettanto

⁵⁰⁵ Cfr. FINOCCHIARO G., *La divulgazione delle prove nella Direttiva antitrust private enforcement*, in *Dir. ind.*, 2016, fasc. 3, pp. 221 ss.

⁵⁰⁶ Ai sensi dell'art. 36-*sexies*, reg. (UE) n. 462/2013, «[l]a Corte di giustizia dell'Unione europea ha competenza giurisdizionale anche di merito per decidere sui ricorsi presentati avverso le decisioni con le quali l'AESFEM ha imposto una sanzione amministrativa pecuniaria o una sanzione reiterata. Essa può annullare, ridurre o aumentare la sanzione amministrativa pecuniaria o la sanzione reiterata».

scontato in relazione alla prova del nesso di causalità tra l'infrazione e il danno patito dall'investitore.

In ogni caso, costui, oltre ad allegare l'eventuale provvedimento amministrativo, dovrà fornire ulteriori elementi idonei a corroborare l'esistenza, in concreto, del nesso eziologico ⁵⁰⁷.

In merito alla seconda, seppure in sede civile si ammetta la particolare efficacia probatoria della decisione dell'ESMA in punto di violazione dell'all. III al regolamento, ciò non toglie che l'agenzia convenuta potrà sempre tentare di fornire la prova contraria, dimostrando di non aver commesso la violazione in oggetto o che la stessa non abbia avuto alcun impatto sul *rating* presunto invalido. Si tratterà, però, di una non facile dimostrazione, dovendo la stessa fondarsi su fatti, documenti o argomenti diversi da quelli oggetto del provvedimento amministrativo.

In altre parole, non pare azzardato affermare che, in una prospettiva *de iure condendo*, l'organo giurisdizionale chiamato a pronunciarsi sul diritto dell'investitore al risarcimento del "danno da *rating*", in ossequio al principio di vicinanza della prova, dovrebbe ritenere non solo *presunta* ma *provata* l'infrazione della normativa europea da parte dell'agenzia, così contribuendo allo sviluppo di un'ulteriore e virtuosa forma di cooperazione tra *enforcement* pubblico e privato, anche in materia di *rating*.

⁵⁰⁷ In letteratura, la questione è stata trattata con riguardo con riferimento ai provvedimenti dell'*Antitrust*, per cui cfr., tra gli altri, PARDOLESI R., *Danno antitrust e (svuotamento dell') onere probatorio a carico del consumatore*, in *Foro it.*, 2014, I, pp. 1736 ss.; PASQUARELLI F., *Da prova privilegiata a prova vincolata: il valore probatorio del provvedimento dell'AGCM a seguito della direttiva 2014/104/UE*, in *Dir. ind.*, 2016, fasc. 3, pp. 260 ss. Sul tema, con riguardo anche alla speciale rilevanza del provvedimento per la decorrenza del termine prescrizione, cfr., da ultimo, BELLOMO G.A.M., *Alcuni chiarimenti sulla decorrenza della prescrizione delle azioni follow-on di private enforcement e sulla determinazione del momento percettivo del danno*, in *Dir. ind.*, 2020, fasc. 6, pp. 509 ss.

Considerazioni finali

A fondamento del presente lavoro di ricerca è stata posta l'analisi della responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

Punto di partenza obbligato dell'indagine è stata la ricostruzione del fenomeno evolutivo, di cui tali società specializzate si sono rese protagoniste, evidenziando i mutamenti socio-economici cui si deve l'attuale assetto degli interessi in gioco nonché il ruolo di “superpotenze” da queste assunto nei sempre più globalizzati sistemi economici dei Paesi occidentali.

Anzitutto, si è tentato di fornire degli strumenti o schemi interpretativi attraverso i quali leggere il fenomeno, onde consentire all'interprete di provare a distinguere dove il *rating* cessa di fungere da «bussola del navigante finanziario» e diventa «fattore di perturbazione dei sistemi finanziari».

In questo senso, l'idea della ricerca origina dall'osservazione del capillare impatto su scala mondiale di quelle poche semplici lettere (AAA, AA+, BBB-) che, condensando in formule “ponte all'uso” i risultati di analisi e valutazioni tecniche complesse, esprimono un *voto* sui titoli di enti pubblici, privati e sui debiti sovrani; voto che – con le dovute distinzioni rispetto al concetto di informazione *strictu sensu* – può intendersi quale informazione economica *latu sensu*, la cui circolazione, di conseguenza, può arrecare un danno alla sfera giuridica altrui.

Così, tenendo sempre ben presenti le peculiarità del giudizio di *rating* (*in primis*, la natura di misura ordinale e probabilistica), si è dato conto di come la materia intersechi inevitabilmente il tema dell'affidamento e della responsabilità per false informazioni; ciò in ragione della sua riconducibilità ai comportamenti di quei soggetti che, in quanto “qualificati”, possono pregiudicare la *sfera patrimoniale immateriale* dei destinatari dei loro giudizi, influenzando negativamente sull'esercizio del loro potere di fare, nella specie turbando le condizioni delle loro autodeterminazioni negoziali.

Onde inquadrare correttamente la questione della risarcibilità del “danno da *rating*”, si è preso atto del fatto che la diffusività e la capacità di generare una “specifica fiducia” in tali valutazioni non risiedono più solamente in quella che è stata definita “rivoluzione del giudizio sintetico” o nella professionalità delle agenzie, ma nell'attribuzione al *rating* di una “forza normativa”, ossia nell'inglobamento del prodotto-*rating* all'interno della

regolamentazione finanziaria (di cui, come si è visto, esempi eclatanti sono l'Accordo di Basilea II e la legge sulla cartolarizzazione).

Come emerso nelle pagine precedenti, quando la legge consente o, addirittura, impone per la valutazione del proprio merito creditizio di affidarsi alle agenzie di *rating esterne riconosciute* (vale a dire, sempre le stesse *Big Three*) ne consegue che gli emittenti saranno *necessariamente* portati a rivolgersi alle agenzie medesime per ottenere un *rating*. Non perché (o quantomeno non più solamente perché) questo fornisca un contenuto informativo sul conto dell'emittente ma perché gli conferisce quella che è stata efficacemente definita "licenza regolatoria".

Tale "mutazione generica" del *rating* – descritta nelle tre fasi dell'*autoregolazione*, della *regolamentazione per la fiducia* e della *regolamentazione nella fase della sfiducia* – è stata funzionale alla scomposizione e (ri)costruzione delle premesse della ricerca.

Operazioni, ad avviso di chi scrive, resesi necessarie alla luce della «macro-contraddizione regolatoria» emersa con l'ultimo regolamento UE n. 462/2013.

La parabola normativa restituita dal legislatore europeo, infatti, evidenzia come si sia passati da interventi di tipo "diretto" sulla *qualità* del *rating* (il controllo pubblico sull'ingresso al mercato, le prescrizioni sull'indipendenza strutturale, sui conflitti d'interessi, sulla trasparenza dei dati e delle procedure impiegate nonché l'istituzione di un'unica autorità centralizzata) ad interventi di tipo "indiretto", volti a veicolare gli effetti, condannando il meccanico ed esclusivo affidamento al *rating*.

Tuttavia, l'inversione di rotta descritta nelle pagine precedenti non può ridursi ad una mera "schizofrenia legislativa", dimostrando piuttosto la progressiva presa di coscienza dell'utilità di tale strumento ma, al contempo, anche dei suoi potenziali effetti distorsivi sul mercato.

Si è dato conto, infatti, di come proprio quelle iniziali "iniezioni di fiducia" nelle valutazioni delle agenzie e il relativo meccanico affidamento da parte della legislazione finanziaria – specie in un settore già altamente instabile e complesso come quello della finanza strutturata – avessero portato ad un'*escalation* dei fattori scatenanti la crisi globale, divenendo le agenzie stesse parte del problema, anziché della soluzione.

Così, sebbene già nel primo regolamento europeo (n. 1060/2009) si ammettesse molto chiaramente che «*i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori*», è solo nel 2013 che si prende atto della concreta esigenza di tutela degli interessi dei potenziali "fruitori" (professionali e non) del *rating*,

definitivamente superando quelle posizioni più risalenti e conservatrici, che vedevano il giudizio prognostico delle CRAs come una mera opinione, per la cui libera espressione le stesse non potevano essere chiamate a rispondere.

Come a dire che, una volta sgomberato il campo dagli “ultraliberisti” del mercato, ci si assesta su un terreno – quello «dove s’incontrano tutti coloro per i quali una qualche misura e un qualche genere di regolazione del mercato è possibile e desiderabile»⁵⁰⁸ – a metà strada tra una regolazione *soft*, che persegua la “protezione *tramite* l’autonomia” e una regolazione più dura, che ritenga l’autonomia un bene sacrificabile come prezzo della protezione (“protezione *contro* l’autonomia”).

Da questo angolo prospettico, si è riconosciuto il merito della scelta del regolamento come strumento “ideale” per una disciplina organica europea nonché dell’istituzione di un’unica autorità di vigilanza all’interno dell’Unione; elementi che testimoniano – molto più che negli Stati Uniti – l’avvertita esigenza di un’armonizzazione nell’universo del *rating*.

Eppure, si è visto come, nel riconoscere la meritevolezza di tutela degli interessi di quanti (tra emittenti e investitori) possano essere danneggiati dalla condotta illecita delle agenzie, il reg. (UE) n. 462/2013 abbia compiuto una scelta di campo molto specifica, con l’introduzione dell’art. 35-*bis*, privilegiando il rimedio risarcitorio (e operando, giocoforza, un massiccio rinvio agli ordinamenti nazionali).

In altre parole, si è ammessa la risarcibilità per danno da *rating* ove questo risulti “errato”, intendendosi come tale quel *rating* emesso dall’agenzia in violazione della relativa regolamentazione (*i.e.*, invalido).

Allora, l’indagine sul regime di responsabilità delle CRAs, chiamate a rispondere per *invalidità* dei propri giudizi, ha imposto una necessaria ri-definizione dei soggetti e del prodotto-*rating*.

Quanto alla prima, in un’ottica olistica, nel delineare lo statuto *soggettivo* delle agenzie di *rating* si è operato, a livello nazionale, un confronto con i regimi di responsabilità di analisti finanziari, giornalisti economici e società di revisione, in forza del ruolo altrettanto chiave, svolto dagli stessi, nella diffusione delle informazioni economiche e del buon andamento dei mercati. Ne deriva l’impossibilità di estendere in via analogica – anche solo parzialmente – tali regimi alle CRAs, stante le peculiarità del prodotto-*rating* offerto.

⁵⁰⁸ ROPPO V., *Il contratto del duemila*, cit., p. 174.

In merito a quest'ultimo, infatti, la proposta di inquadramento del *rating* come servizio, muovendo dalla confutazione dell'uguaglianza *rating/informazione tout court*, ha chiarito cosa debba effettivamente intendersi con «contenuto informativo» di questo. Di conseguenza, la sindacabilità sulla correttezza (*rectius* validità) del *rating* non può mai riferirsi al prodotto (che, di fatto, altro non è che una probabilità), ma deve necessariamente muovere da un rimprovero sulle modalità e sui processi di assegnazione, risolvendosi, in ultima analisi, in un'*obbligazione di mezzi*. Ed è proprio la regolamentazione delle procedure, dei relativi obblighi informativi e requisiti operativi, come visto, a fornire all'interprete l'unico strumento (oggi condensato nell'allegato III al reg. n. 462/2013) attraverso cui "leggere" e, in violazione del quale, motivare l'eventuale invalidità del servizio-*rating*.

E questo, ad avviso di chi scrive, rileva non solo in ottica di ricostruzione sistematica o di analisi economica del diritto, ma anche (e soprattutto) per tentare di capire, in relazione al fenomeno del *rating*, come vengano declinate le categorie generali del diritto (ad esempio, cosa debba intendersi con "ingiustizia del danno da *rating*").

Così, a seconda dell'esistenza o meno di un rapporto contrattuale con l'agenzia (contratto di *rating*), si riconduce l'ipotesi di *rating* invalido al raggio di azione della disciplina della responsabilità contrattuale ovvero extra-contrattuale della CRA nei confronti dell'emittente o del terzo investitore.

Nel primo caso, si è dato atto di come sulla riconducibilità del fenomeno del *solicited rating* allo schema contrattuale di cui all'art. 2230 c.c. vi sia stata da subito univocità di vedute, di modo che l'inquadramento del contratto di *rating* come prestazione d'opera professionale imponga senz'altro il richiamo all'art. 1176, comma 2, c.c., ossia allo *standard* di diligenza qualificata. Cionondimeno, si è visto pure come, in ordine all'esatta individuazione dei presupposti di una responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti della società committente, non siano mancati contrasti: in particolare, sull'effettivo contenuto delle obbligazioni assunte dall'agenzia nei confronti della contraente e su come debba intendersi l'*interesse* di quest'ultima al *corretto adempimento* della prestazione.

Soffermando l'attenzione su tali aspetti, si è giunti ad affermare che – contrariamente a quanto sostenuto dalla giurisprudenza di merito (*ante* regolamento) nel celebre caso Parmalat – il dolo della società emittente che fornisca informazioni false o inesatte non può mai essere irrilevante. Invero, dire che la patrimonialità dell'interesse al corretto adempimento, da parte delle agenzie, risiede, per la società valutata, nella sola "precisione informativa" del *rating* (e non anche, ad esempio, nella possibilità di incamerare "nuova

finanza” emettendo strumenti finanziari grazie ad un *rating* eccessivamente positivo), significa, giocoforza, limitare la porzione di patrimonio presidiata dall’obbligazione contrattuale alla sola veridicità dei dati contabili, così assimilando indebitamente il ruolo delle agenzie a quello (diverso) delle società di revisione.

Ancora una volta, allora, la (ri)definizione del prodotto-*rating* e l’analisi comparatistica tra lo statuto delle agenzie e quello dei revisori legali si dimostrano prodromiche allo scioglimento dei nodi relativi all’applicabilità o meno di alcuni istituti o norme di diritto comune.

In questo senso, altro nodo esemplificativo che si è inteso sciogliere è stato quello sulla configurabilità o meno del concorso colposo del creditore, nel caso di condotte poco trasparenti, poste in essere della società emittente sottoposta al giudizio dell’agenzia di *rating*. In particolare, in forza delle premesse sopra ricostruite, si è criticata l’opinione di chi – dando rilievo all’esistenza in capo a tali figure professionalmente qualificate di un obbligo di osservazione e vigilanza (*latu sensu* intesa) insito nella rispettiva attività valutativa, abbia escluso in radice l’applicabilità dell’art. 1227 c.c. alle agenzie di *rating*.

Ciò equivale a dire che sussiste in capo al debitore-danneggiante (*sub specie*, l’agenzia) un dovere che si estende fino “a coprire” le possibili condotte del creditore-danneggiato (*sub specie*, la committente), di modo che la diminuzione del risarcimento sarebbe incompatibile con la corretta esecuzione della prestazione da parte del primo.

In questo senso, gli obblighi gravanti sull’agenzia di *rating* e la relativa diligenza esigibile *ex* art. 1176, co. 2, c.c. – pur comportando per l’agenzia medesima l’adozione di misure adeguate alla riduzione del conflitto d’interessi nonché la stretta osservanza delle procedure e dei modelli *standard* di emissione – non possono ampliarsi fino ad includere un dovere di neutralizzare la colpa (e *a fortiori* il dolo) della società emittente valutata, ben potendo, in tale eventualità, trovare applicazione l’art. 1227, co. 1, c.c.

Del resto, la bontà di tale impostazione viene confermata dalla lettera dell’art. 35-*bis* quando richiede all’emittente (che si ritenga lesa da un *rating* invalido) di dimostrare, tra l’altro, che la violazione del regolamento da parte dell’agenzia non sia dovuto a informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall’emittente stessa *direttamente* o, addirittura, *indirettamente*.

In merito alla diversa ipotesi dell’*unsolicited rating*, si è ritenuto opportuno svolgere un discorso a sé, in particolare impegnando la riflessione sui rimedi esperibili da una società emittente che si consideri vittima di pratiche di “*rating* ostili”. Sul punto, come chiarito nella trattazione, nonostante le numerosissime critiche mosse in radice alla pratica dei *rating* non

sollecitati (secondo la dottrina giuseconomica, non solo poco utili ma addirittura distorsivi), il regolatore ha scelto di *non* vietarla, limitandosi a prevedere una serie di obblighi di trasparenza. L'analisi del tema ha condotto alla valorizzazione degli spunti sistematici in materia *antitrust*: nello specifico, tentando di ricondurre la condotta delle agenzie nella dinamica sopra citata a particolari ipotesi di abuso di posizione dominante *ex art. 102 TFUE* (mentre meno convincente è risultata quella di abuso di dipendenza economica).

Per quanto attiene, invece, alla responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti del terzo investitore, il panorama dottrinario ha continuato a proporre modelli di responsabilità contrattuale (*sub specie*, da contatto sociale), alternativi all'illecito civile: talvolta, come si è detto, sul fondamento di un *affidamento* riposto dagli investitori (c.d. “terzi remoti”), tale da generare un «contatto qualificato»; talaltra, in ragione di una circoscrizione della platea di investitori ad una cerchia più ristretta (c.d. “terzi prossimi”), più facilmente determinabile *ab origine* e cui il giudizio delle agenzie sarebbe specificatamente destinato; oppure, ancora, in forza della registrazione ai siti ufficiali delle CRAs, che consenta l'identificabilità *ex ante* dei danneggiati.

Eppure, si è constatato come, dall'analisi della norma, la dottrina e la giurisprudenza maggioritarie abbiano dedotto la necessaria applicabilità in materia dell'art. 2043 c.c.

Si è giunti a tale approdo non soltanto in ragione della difficile configurabilità di un «contatto sociale» tra agenzia e terzo danneggiato (specie in punto di determinabilità di quest'ultimo) ma anche in applicazione di una più corretta impostazione metodologica (dall'analisi della norma all'individuazione del titolo di responsabilità e non viceversa).

Come sopra evidenziato, posto che il profilo maggiormente problematico, su tutti, è quello che insiste sul regime dell'onere probatorio, si dimostra forse poco proficuo il tentativo di sostenere modelli teorici che spostino l'investitore da un regime di tutela all'altro, vale a dire dallo schema extracontrattuale di cui all'art. 2043 c.c. a quello contrattuale (spesso mediante la “contrattualizzazione della lesione”).

Infatti, dall'analisi normativa condotta appare evidente che, in ogni caso, anche in presenza di un effettivo contratto – come si è visto essere per l'emittente-committente – la disciplina sull'onere della prova, previsto dall'art. 35-*bis*, non presenta comunque quei tanto auspicati “vantaggi” tipici della nostra responsabilità contrattuale.

Tirando le fila del discorso, nel tentativo di fornire risposta alle domande-chiave della ricerca, può osservarsi quanto segue.

Quanto all'interrogativo se e in che misura l'effettiva configurabilità di tale responsabilità civile in termini di "illecito di massa" esponga l'attività di *rating* al rischio di *overdeterrence*, allo stato, la dottrina largamente maggioritaria ritiene che tale rischio – con conseguente effetto di disincentivo allo svolgimento di un servizio – sia un rischio poco realistico, prettamente ideologico. Ciò non solo per i dati empirici (finora nessuna agenzia di *rating* è stata mai stata condannata a risarcire i danni nei confronti di un investitore) ma proprio per come è stato costruito il sistema della responsabilità: vale a dire un sistema basato – come si è detto – su specifiche violazioni che l'agenzia stessa *deve* commettere nell'emettere un *rating*, che possa perciò considerarsi invalido (oltre che idoneo a cagionare un danno all'investitore che vi abbia ragionevolmente fatto affidamento), potendosi parlare – solo in tal caso – di danni *risarcibili* (secondo la lettera della norma europea «*subiti a causa della violazione*»).

Viceversa, in relazione alla domanda se esista o meno un problema di effettività della tutela nei confronti dei soggetti (emittenti/investitori) potenzialmente danneggiati dalla condotta delle agenzie di *rating*, occorre distinguere.

Pur ammettendosi che anche per gli emittenti che abbiano stipulato un apposito contratto con l'agenzia (*solicited rating*) residuano delle oggettive difficoltà, per lo più dovute – come si è visto – al particolare onere probatorio sancito dall'art. 35-*bis*, la vera portata del problema si coglie in relazione agli investitori.

Invero, escluse le ipotesi di stipulazione con l'agenzia di contratti di abbonamento (che pure presentano alcune criticità, quali quelle esaminate in merito alla validità delle clausole di limitazione della responsabilità, inserite nei *terms of use*), il dato empirico di cui sopra può considerarsi un indice di rilevamento del problema dell'effettività di tutela, specie se lo si pone nei confronti dei terzi investitori non professionali, con i quali le agenzie non intrattengano alcun rapporto.

Così, alcuni hanno sostenuto in modo *tranchant* che l'eccessiva e indubbia gravosità dell'onere probatorio previsto in capo all'investitore rende il sistema di responsabilità civile delle agenzie di *rating*, così come costruito nell'art. 35-*bis*, lettera morta.

Nel presente lavoro, al contrario, prima di auspicare un nuovo intervento legislativo in materia, si è tentato di valorizzare quei punti di raccordo tra l'azione risarcitoria e l'*enforcement* pubblico, specie quando espressamente contemplati dalla normativa *de qua* (al par. 6 dell'art. 35-*bis*).

In quest'ottica, appare più che ragionevole ricorrere alla “valvola di sfogo” prevista dallo stesso legislatore europeo al par. 2 dello stesso articolo, per cui nello stabilire cosa debba intendersi con elementi informativi precisi e dettagliati (che il danneggiato deve fornire), l'organo giurisdizionale nazionale competente 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*». Nel valorizzare tale disposizione, si potrebbe ripercorrere l'opinione di chi aveva avanzato la possibilità di assolvere il gravoso onere probatorio attraverso l'ingresso nel procedimento davanti al giudice nazionale delle risultanze dell'attività di vigilanza dell'ESMA, in particolare proprio in riferimento a quelle possibili violazioni dell'allegato III al regolamento, poste a fondamento della responsabilità civile dell'agenzia di *rating*.

In breve, come analizzato nelle pagine conclusive, in sede di azione risarcitoria promossa dall'investitore contro l'agenzia di *rating*, qualora la stessa sia stata già destinataria di un provvedimento definitivo dell'ESMA (*a fortiori*, se confermato dalla Corte di giustizia UE), il giudice nazionale potrà richiamare la giurisprudenza in materia di illecito *antitrust* e riconoscere al provvedimento *de quo* valore di «prova privilegiata».

Bibliografia

AA. VV., *Oltre il soggetto razionale*, (a cura di) G. ROJAS ELGUETA, N. VARDI, Roma Tre-Press, 2014

ALPA G., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, fasc. 2, pp. 71 ss.

ALPA G., *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, 1979

ALPA G., LECCESE R., *Responsabilità d'impresa*, in *Digesto civ.*, vol. XVII, Torino, UTET, 1998, pp. 274 ss.

ANZANI G., *Diligenza e figura del buon padre di famiglia tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale*, 2020, disponibile su <www.ilcaso.it>

ANZANI G., *Osservazioni sui patti di esonero da responsabilità civile*, in *Jus civ.*, 2018, fasc. 3, pp. 362 ss.

AKERLOF G., *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism*, in 84 *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, vol. 3, pp. 488 ss.

BANNIER E. C., BEHR P., GÜTTLER A., *Do unsolicited ratings contain a strategic rating component? Evidence from S&P*, in SSRN, 2008, pp. 3 ss.

BANTA M., FRIEDMAN W. A., (eds.), *Poor's Manual: The Rise of Business Analysts*, in *Railroads and the Transformation of Capitalism*, Harvard Business School-Historical Collection, 2012

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, *Basel Committee on Banking Supervision Working Papers*, Basilea, n. 3, 2000, pp. 1 ss.

BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi, market failure o regulation failure?* in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 6, 2009, pp. 652 ss.

BARCELLONA E., *Responsabilità da informazioni al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, Giappichelli, 2003

BARCELLONA M., *Trattato del danno e della responsabilità civile*, Torino, UTET, 2011

- BARCELLONA M., *Chance e causalità. Preclusione di una virtualità positiva e privazione di un risultato utile*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, fasc. 4, pp. 945 ss.
- BASTIANON S., *La tutela dell'investitore (non professionale) alla luce delle nuove disposizioni in materia di conciliazione ed arbitrato presso la Consob*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010, fasc.1, pp. 4 ss.
- BECKER B., MILBOURN T., *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, in *HBS Finance Working Paper* n. 09-051, 2008, pp. 21 ss.
- BENEDETTI A., *Certezza pubblica e "certezze" private. Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Milano, Giuffrè, 2010
- BENEDETTELLI M.V., *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in *An. giur. econ.*, 2012, fasc. 2, pp. 475 ss.
- BERTELÈ U., *Il ruolo delle agenzie di rating nel mercato finanziario*, in *ITC4executive*, 10, 2012
- BESSO MERCHEIS C., *La vicinanza della prova*, in *REDP*, Vol. 16, 2015, pp. 93 ss.
- BETTI E., *Sui limiti giuridici alla responsabilità aquiliana*, in *Nuova riv. Dir. Comm., Dir. dell'Econ., Dir. Soc.*, 1951, IV, pp. 146 ss.
- BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, vol. I, *Prolegomeni: funzione economico-sociale dei rapporti d'obbligazione*, Milano, Giuffrè, 1953
- BIANCA C.M., *La responsabilità*, vol. V, 2° ed., Milano, Giuffrè, 2012
- BIANCA C.M., *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario cod. civ. Scialoja-Branca*, sub artt. 1218-1229, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro It., 1967, pp. 79 ss.
- BIARD J.F., *Les agence de notation de crédit*, in *JCP E*, 2011, p. 1524, spéc. n. 25
- BIGLIAZZI GERI L., BRECCIA U., BUSNELLI F.D., NATOLI U., *Istituzioni di diritto civile*, II ed., Torino, UTET, 1980
- BLAUROCK U., *Control and responsibility of credit rating agencies*, in *Electronic Journal of Comparative Law*, December 2007, vol. 11, n. 3, pp. 21 ss.
- BOITANI A., PETRETTO A., *Introduzione*, in STIGLITZ J. E., *Informazione, economia pubblica e macroeconomia*, Bologna, Il Mulino, 2002

BONELLI F., *Responsabilità delle società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, 1979, pp. 968 ss.

BOOT A., MILBOURN T. e SCHMEITS A., *Credit Ratings as Coordination Mechanisms* in *Review of financial studies*, vol. 19, issue 1, 2006, pp. 101 ss.

BRUMMER C., *Why Soft Law Dominates International Finance and Not Trade*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, vol. 13, 3, Oxford University Press, pp. 627 ss.

BUSNELLI F. D., *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in (a cura di) F.D. BUSNELLI, S. PATTI, *Danno e responsabilità civile*, 3° ed., Torino, Giappichelli, 2013, pp. 321 ss.

BUSNELLI F.D., *Diritto e Obbligazioni*, Torino, 1989

BUSSOLETTI M., *Società di revisione*, in *Enc. dir.*, vol. XLII, Milano, Giuffrè, 1990, pp. 1080 ss.

BUSSOLETTI M., *sub art. 2409-ter*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, (diretto da) F. D'ALESSANDRO, vol. II, t. 2, Padova, Piccin, 2011, pp. 319 ss.

BYOUN S., SHIN Y. S., *Information Content of Unsolicited Credit Ratings. Evidence from Japanese Firms*, in *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, November 2011

CANTOR R., PACKER F., *The Credit Rating Industry*, in *The Journal of Fixed Income*, Harvard University, 1995, pp. 10 ss.

CAPPIELLO S., *La vigilanza sui conflitti di interesse nella “banca universale” e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. comm.*, 2007, vol. 34, fasc. 1, pp. 40 ss.

CAPRIGLIONE F., *L'attività di ricerca degli analisti finanziari. Definizioni, contenuti e regole del sistema normativo italiano*, in *Borsa, banca tit. cred.*, 2004, vol. 57, fasc. 2, pp. 119 ss.

CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercanti. Il recepimento della direttiva MiFID. Profili sistematici*, Padova, Cedam, 2008, pp. 110 ss.

CAPRIGLIONE F., *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, fasc. 1, pp. 54 ss.

CARBONE V., *Nesso di causalità e criteri di valutazione del danno contrattuale*, in (diretto da) N. LIPARI, P. RESCIGNO, *Diritto civile*, vol. III, *Obbligazioni*, t. 1, *Il rapporto obbligatorio*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. 709 ss.

- CARBONE V., *La quantificazione del danno*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, pp. 13 ss.
- CARBONE S.M., *Lo spazio giudiziario europeo in materia civile e commerciale*, VI ed., Torino, Giappichelli, 2009, pp. 75 ss.
- CAREDDA V., *Concorso del fatto colposo del creditore*, Art. 1227, Commentario del Codice Civile, Milano, Giuffrè, 2015
- CARNEVALI U., nota a Sez. un., sent. 30 ottobre 2001, n. 13533, in *I Contratti*, 2002, fasc. 2, pp. 113 ss.
- CARRIERO G., *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, fasc. 3, pp. 873 ss.
- CASTELLANETA M., *Competenza giurisdizionale*, in (a cura di) R. BARATTA, *Diritto internazionale privato*, Milano, Giuffrè, 2010
- CASTRONOVO F., *La nuova responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2006
- CASTRONOVO F., *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, pp. 71 ss.
- CASTRONOVO C., *Del non risarcibile aquiliano: danno meramente patrimoniale, c.d. perdita di chance, danni punitivi, danno c.d. esistenziale*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, fasc. 2, pp. 315 ss.
- C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in 82 *Washington Univ. Law Quart.* 43, 2004, pp. 43 ss.
- CESARE A., *Do market-based indicators anticipate rating agencies? Evidence for international banks*, Temi di discussione, n. 593, maggio 2006
- CESIANO D., *I derivati e le amministrazioni pubbliche locali: l'esperienza negli USA e nel Regno Unito*, in *Giur. comm.*, 2018, fasc. 1, pp. 141 ss.
- CHINDEMI D., *Il danno da perdita di chance*, II ed., Milano, Giuffrè, 2010
- CIPPITANI R., *Il diritto privato della società dell'informazione e della conoscenza*, in *Manuale di diritto privato del mercato*, a cura di A. PALAZZO e A. SASSI, Università degli Studi di Perugia, 2006
- COFFEE J. C., *Rating Reform. The Good, The Bad and The Ugly*, in *Columbia Law and Economics Working Paper* n. 359, 2010

COFFEE J. C., *Understanding Enron. It's About the Gatekeepers, Stupid*, in *Columbia Law School – Centre for Law and Economic Studies Working Paper* n. 207, 2002, pp. 1 ss.

COMMISSIONE EUROPEA, *Staff working paper: EU response to the Financial Stability Board (FSB)*, 16 maggio 2014, disponibile su <https://ec.europa.eu/info/publications/response-financial-stability-board-request-action-plans-reduce-reliance-cra-ratings_en>

CONSOB, *La finanza nella storia*, in *Approfondimenti di Educazione finanziaria*, disponibile su <www.consob.it>

CURSI M.R., *Dall'actio de dolo al danno meramente patrimoniale*, in (a cura di) R. FIORI, *Modelli teorici e metodologici nella storia del diritto privato*, vol. 3, Jovene ed., 2008

D'ALFONSO G., *Responsabilità da prospetto informativo*, Napoli, Ed. Scient. It., 2002

D'AMICO G., *Negligenza (diritto civile)*, in *Digesto civ.*, vol. XII, Torino, UTET, 1995, pp. 24 ss.

D'AMICO G., *Recesso ad nutum, buona fede e abuso del diritto*, nota a margine di Cass. civ., Sez. III, sent. 18 settembre 2009, n. 20106, *Contr.*, 2010, fasc. 1, pp. 5 ss.

DARBELLAY A., *Regulating Credit Agencies*, Cheltenham, UK – Northampton, USA, 2013

DEATS C., *Talk that isn't cheap: does the first amendment protect Credit Rating Agencies' Faulty methodologies from regulation?* in 110 *Columbia Law Review*, November 2010, pp. 1818 ss.

DE CESARI P., *Diritto internazionale privato dell'Unione europea*, Torino, Giappichelli, 2011

DE POLI M., *Rating e tutele*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. gen-mar, pp. 127 ss.

DE LAURENTIS G., *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, Giuffrè, 2014

DE LAURENTIS G., *Il credito alle imprese dopo la crisi. Politiche e strumenti di dialogo banca-impresa: rating, analisi e previsione finanziaria*, Bancaria Ed., 2011

DE LAURENTIS G., MAINO R., MOLteni L., *Developing, Validating and Using Internal Ratings. Methodologies and Case Studies*, Wiley, 2010

DE LAURENTIS G., GABBI G., *The model risk in credit risk management processes*, in (a cura di) G. N. GREGORIU, C. HOPPE, C. S. WHEN, *Model risk evaluation handbook*, Mc Graw Hill, 2010

DE LORENZI V., *Diligenza, obbligazioni di mezzi e di risultato*, in *Contr. impr.*, 2016, fasc. 2, pp. 456 ss.

DI CATALDO V., *Intervento*, in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, Giuffrè, 2014

DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, Cedam, 2012

DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, Giuffrè, 2014

DI LORENZO G., *Clausola sulla diligenza*, in (a cura di) M. CONFORTINI, *Clausole negoziali. Profili teorici e applicativi di clausole tipiche e atipiche*, vol. II, Milano, UTET, 2019

DI MAJO A., *Le obbligazioni nel pensiero di Luigi Mengoni*, in *Eur. dir. priv.*, 2012, pp. 119 ss.

DI MAJO A., *Delle obbligazioni in generale. Art. 1173-1176*, in *Commentario cod. civ. Scialoja-Branca*, (diretto da) F. GALGANO, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro It., 1988, pp. 316 ss.

D'IPPOLITO G., *L'abuso di posizione dominante*, in *Concorrenza, mercato e diritto dei consumatori*, (diretto da) G. CASSANO, A. CATRICALÀ, R. CLARIZIA, Milano, 2018, pp. 551 ss.

DITTRICH F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, June 4, 2007, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991821

EASTERBROOK F. H., FISCHER D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge MA, Harvard University Press, 1991

ELLIS N.S., FAIRCHILD L.M., D'SOUZA F., *Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea? Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, in 17 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 175, 2012, pp. 17 ss.

ENRIQUES L., GARGANTINI M., *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, fasc. 2, pp. 475 ss.

ENRIQUES L., GARGANTINI M., *Regolamentazione e Autoregolamentazione nei controlli interni sull'informazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2009, fasc. 5, pp. 906 ss.

FABBIO P., *Abuso di dipendenza economica*, in (a cura di) A. CATRICALÀ, E. GABRIELLI, *I contratti nella concorrenza*, in (diretto da) P. RESCIGNO, E. GABRIELLI, *Trattato dei contratti*, Torino, UTET, 2011

FABBIO P., *L'efficacia dei provvedimenti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nel processo civile*, in *Concorrenza e mercato*, 2013, pp. 193 ss.

FABRIZIO-SALVATORE A., *L'avvocato e la responsabilità da parere*, nota a Cass. civ., Sez. II, sent. 14 novembre 2002, n. 16023, in *Danno e resp.*, 2003, pp. 256 ss.

FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, fasc. 1, pp. 164 ss.

FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, Giuffrè, 1986

FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, Bologna, Il Mulino, 2014

FITCH RATINGS, INC., *Company history*, disponibile su <<https://www.fitchratings.com/about-us#company-history>>

FINOCCHIARO G., *La divulgazione delle prove nella Direttiva antitrust private enforcement*, in *Dir. ind.*, 2016, fasc. 3, pp. 221 ss.

FRANZINA P., *Le condizioni di applicabilità del regolamento (CE) n. 44/2001 alla luce del parere 1/03 della Corte di Giustizia*, in *Riv. dir. internaz.*, 2006, fasc. 4, pp. 948 ss.

FRANZONI M., *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002, pp. 110 ss.

FRANZONI M., *Stefano Rodotà e gli studi sulla responsabilità civile*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, fasc. 2, pp. 653 ss.

FRANZONI M., *Le obbligazioni di mezzi e di risultato*, in (a cura di) *Le obbligazioni in generale*, vol. II, Torino, UTET, 2004, pp. 1139 ss.

FRIEDMAN T., *The News Hour with Jim Lehrer: Interview with Thomas L. Friedman* (PBS television broadcast, Feb. 13, 1996)

FRIEDRICH AUGUST VON HAYEK, *La confusione del linguaggio nel pensiero politico* (1968) in *Nuovi studi di filosofia, politica, economia e storia delle idee*, Roma, Armando, 1988

FUSARO AR., *Informazioni economiche e “reputazione d’impresa” nell’orizzonte dell’illecito civile*, Torino, Giappichelli, 2010, pp. 216 ss.

GABRIELLI E., *Il contratto, il torto e il danno da chance perduta: profili di un’ipotesi giurisprudenziale*, in Giust. civ., 2010, fasc. 11, pp. 503 ss.

GALGANO F., *I fatti illeciti*, Padova, Cedam, 2008

GALOKHO C., *Existe-t-il des ententes anticoncurrentielles entre les agences de notation?*, in *Revue de droit bancaire et financier*, juillet 2012, n. 4, étude 22

GATTI S., *Riflessioni sulla (risarcibilità e sulla) quantificazione del danno da perdita di chance*, in *Resp. civ. prev.*, 2019, fasc. 6, pp. 2113 ss.

GRECO F., *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi* in *Resp. civ. e Previdenza*, 2018, fasc. 3, pp. 755 ss.

GRECO F., *La responsabilità “extracontrattuale” dell’agenzia di rating nei confronti dell’investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, fasc. 11, pp. 1 ss.

GRESPAN A., *Regulation, Innovation, and Wealth Creation*, 25 settembre 2002, disponibile su <www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200209252/default.htm>

GHEZZI F., *Clemenza e deterrenza nel diritto antitrust: l’utilizzo dei leniency programs nella lotta contro i cartelli e intese “hard core”*, in *Conc. merc.*, 2002, fasc. 10, pp. 229 ss.

GIAGNOTTI G.D., *I presupposti del danno patrimoniale da perdita di chance*, in *D&G*, 2018, fasc. 67, pp. 12 ss.

GIORGIANNI M., *Inadempimento (Diritto privato)*, in *Enc. dir.*, vol. XX, Milano, Giuffrè, 1970, pp. 874 ss.

GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, in *Il diritto della Banca e della Borsa. Studi e dibattiti*, a cura di F. MARTORANO - G.B. PORTALE - N. SALANITRO, Milano, Giuffrè, 2008

GIUDICI P., *L’agenzia di rating danneggia l’emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Le Società*, 2011, fasc. 12, pp. 1444 ss.

GORGONI M., *Dalla matrice contrattuale della responsabilità nosocomiale e professionale al superamento della distinzione tra obbligazioni di mezzo/ di risultato*, nota a SS. UU. Cass. Civ., sent. 11 gennaio 2008, n. 577), in *Resp. civ. prev.*, 2008, fasc. 4, pp. 856 ss

GUDZOWSKI M., *Mortgage Credit Ratings and the Financial Crisis: The Need of a State-Run Mortgage Security Credit Rating Agency*, in *Columbia Business Law Review*, December 2010, n. 1, pp. 245 ss.

HILL C., *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities*, 71 U. MINN. L. REV. University of Minnesota Law School, 2010, pp. 585 ss.

HUSISIAN G., *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials. An analysis of bond rating agency liability*, in *Cornell Law Review*, January, 1990, vol. 75, issue 2, pp. 411 ss.

HUNT J. P., *Credit Rating Agencies and The Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, cit., pp. 15 ss.

IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Roma-Bari, 2008

I.O.S.C.O., *Statement of Principles regarding the activities of Credit Rating Agencies, A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, 25 settembre 2003, disponibile su <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>>

I.O.S.C.O., *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, dicembre 2004, disponibile su <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>>

I.O.S.C.O., *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, marzo 2015, disponibile su <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>>

KLEIN M., DÜLMER H., OHR D., ET AL., *Response Sets in the Measurement of Values: A Comparison of Rating and Ranking Procedures*, in *International Journal of Public Opinion Research*, 2004, vol. 16, issue 4, pp. 474 ss.

KLIGER D. e SARIG O., *The Information Value of Bond Ratings*, in *The Journal of Finance*, vol. 55, issue 6, 2000

LAMANDINI M., *Le agenzie di rating: alcune riflessioni in tema di proprietà e conflitto di interessi*, in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 179 ss.

LEGA C., *Le libere professioni intellettuali nelle leggi e nella giurisprudenza*, Milano, Giuffrè, 1974

- LEE K. K., SCHANTL S. F., *Financial Reporting and Credit Ratings: On the Effects of Competition in the Rating Industry and Rating Agencies' Gatekeeper Role* in *Journal of Accounting Research*, vol. 57, 2, 2019, pp. 545 ss.
- LIBERTINI M., *Abuso del diritto e abuso di posizione dominante*, in ODC, 2018, VI, 3, pp. 1 ss.
- LIVATINO M., PECCHIARI N., POGLIANI G., *Auditing. Il manuale operativo per la revisione legale dei conti*, Milano, Egea, 2011
- LOPES PEGNA O., *Criteri di collegamento*, in (a cura di) R. BARATTA, *Diritto internazionale privato*, Milano, Giuffrè, 2010
- LOPES PEGNA O., *Collegamenti fittizi o fraudolenti di competenza giurisdizionale nello spazio giudiziario europeo*, in *Riv. dir. internaz.*, 2015, fasc. 2, pp. 397 ss.
- LUMINOSO A., *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1984, I, pp. 189 ss.
- LUPOI M.A., *Conflitti transnazionali di giurisdizioni*, Milano, Giuffrè, 2002, pp. 145 ss.
- LUKACS F., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, Giuffrè, 2014
- MACCHIAVELLO E., *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. impr.*, 2009, vol. 25, fasc. 4/5 pp. 911 ss.
- MADISON H.J., *The Evolution of Commercial Credit Reporting Agencies in Nineteenth-Century America*, in 48 *Bus. Hist. Rev.* 1974, pp. 164 ss.
- MARIANELLO M., *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.*, 2012, fasc. 5, pp. 346 ss.
- MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, fasc. 7, pp. 635 ss.
- MAZZAMUTO S., *Il danno da perdita di una ragionevole aspettativa patrimoniale*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, fasc. 1, pp. 49 ss.
- MAZZONI A., *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *An. giur. econ.*, 2002, pp. 209 ss.

- MENGONI L., *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi»*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, fasc. I, pp. 185 ss.
- MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in *An. giur. econ.*, 2006, fasc. 2, pp. 203 ss.
- MICU M., REMOLONA E. e WOOLDRIGE P., *The price impact of rating announcements: which announcements matter?* BIS Working Papers, n. 207, June 2006, pp. 3 ss.
- MIOTTO L., *La funzione di revisione legale: intersezione fra disciplina dell'attività e dei soggetti*, in *Riv. soc.*, 2018, fasc. 2, pp. 433 ss.
- MOGLIA G.G., RISTUCCIA R., *Giornali, correttezza dell'informazione finanziaria e tutela del mercato mobiliare*, in *Dir. inf. inform.*, 1991, pp. 9 ss.
- MONTALENTI P., *Le agenzie di rating: appunti* in *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, Giuffrè, 2014
- MONTALENTI P., *Corporate governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Atti del convegno Fondazione Courmayeur/CNPDS 2008, Milano, Giuffrè, 2009
- MORGESE N., *Il diritto romano nel codice civile*, Roma, Dike ed., 2009
- MORELLO U., *Obblighi di informazione*, in *Giur. it.*, 1985, pp. 204 ss.
- MURPHY A.B., *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 *Oklahoma Law Review*, 2010, vol. 62, n. 4, pp. 736 ss.
- NATOLI R., *Abuso del diritto e abuso di dipendenza economica*, in *I Contr.*, 2010, fasc. 5, pp. 524 ss.
- NATOLI U., *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, (già diretto da) A. CICU, F. MESSINEO, (continuato da) L. MENGONI, vol. XVI, t. 1, *Il comportamento del creditore*, Milano, Giuffrè, 1974, pp. 74 ss.
- NORI G., *La sovranità degli Stati, il rating e le regole sulla concorrenza*, in *Quaderni Costituzionali*, 2012, pp. 10 ss.
- OLIVIERI G., *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, 2, pp. 283 ss.

- OSTI G., *Deviazioni dottrinali in tema di responsabilità per inadempimento delle obbligazioni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1954, pp. 593 ss.
- OSTI C., *Abuso di posizione dominante*, in *Enc. dir. Annali*, vol. V, Milano, Giuffrè, 2012, pp. 1 ss.
- OSTI C., *L'abuso di dipendenza economica*, in *Merc. conc. reg.*, Bologna, 1999, pp. 9 ss.
- PACCES A.M., ROMANO A., TROISI A., *Agenzie di rating e responsabilità civile. Una soluzione «contrattuale»*, in *Mercato, conc. regole*, 2014, fasc. 3, pp. 571 ss.
- PAGANO E., *La materia civile con implicazioni transfrontaliere e le competenze comunitarie di diritto internazionale privato*, in *Dir. Un. Eu.*, 2008, fasc. 1, pp. 127 ss.
- PARACAMPO M.T., *Informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Bari, Cacucci, 2008, pp. 106 ss.
- PARDOLESI R., FAELLA G., *Foreclosure della rete per effetto di sub-investimento strategico*, in *Annuario dell'Energia*, 2014, pp. 131 ss.
- PARDOLESI R., *Danno antitrust e (svuotamento dell') onere probatorio a carico del consumatore*, in *Foro it.*, 2014, I, pp. 1736 ss.
- PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, n. 3, 1999, pp. 619 ss.
- PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies are not like other gatekeepers*, in Y. FUCHITA, R. E. LITAN, eds., *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, San Diego *Legal Studies Research Paper Series*, n. 07-46, May 2006, pp. 70 ss., disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=900257>>
- PARTNOY F., *Rethinking Regulation of Credit-Rating Agencies. An Institutional Investor Perspective*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, pp. 188 ss.
- PARTNOY F., *What's (Still) Wrong with Credit Ratings?*, in *Washington Law Review*, 2017, vol. 92, *Research Paper No. 17-285*, pp. 1407 ss.
- PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. Comm.*, 2010, fasc. 1, pp. 121 ss.

- PASQUARELLI F., *Da prova privilegiata a prova vincolata: il valore probatorio del provvedimento dell'AGCM a seguito della direttiva 2014/104/UE*, in *Dir. ind.*, 2016, fasc. 3, pp. 260 ss.
- PERLINGIERI P., *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, pp. 332 ss.
- PERRONE A., *Le agenzie di rating in La società per azioni oggi*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10 novembre 2006, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1023 ss.
- PETTIT N., *Credit rating agencies, the sovereign debt crisis and competition law*, in *European Competition Journal*, 2011, Vol. 7, n. 3, pp. 587 ss.
- PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazioni di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, fasc. 1, pp. 179 ss.
- PICARDI L., *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, in (a cura di) A. PRINCIPE, *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, Giuffrè, 2014
- PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, fasc. 6, pp. 713 ss.
- PICCIAU C., *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Milano, Egea, 2018
- PIGA F., *Nuovi profili dell'ordinamento del mercato mobiliare e la posizione della Consob*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, pp. 281 ss.
- PINTO A. R., *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in *The American Journal of Comparative Law*, Fall 2006, vol. 54, pp. 341 ss.
- PONZANELLI G., *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *An. giur. econ.*, 2012, fasc. 2, pp. 441 ss.
- PONZANELLI G., *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 1984
- PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, pp. 65 ss.
- PRINCIPE A., *Le agenzie di rating. Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, Giuffrè, 2014
- PROSPERI F., *L'abuso di dipendenza economica*, in (a cura di) G. ALPA, G. CONTE, *La responsabilità d'impresa*, in *Istituti di dir. civ.*, Milano, 2015, p. 337

- PUCELLA R., *Il danno da perdita di chances*, in (a cura di) CARNEVALI U., *Dei fatti illeciti. Art. 2043 c.c., art. 96 c.p.c.*, in *Commentario del codice civile* diretto da E. GABRIELLI, Torino, UTET, 2011, pp. 422 ss.
- RABANAL J. P., RUD O. A., *Does Competition Affect Truth Telling? An Experiment with Rating Agencies*, in *Review of Finance*, vol. 22, issue 4, 2018, pp. 1581 ss.
- RENZULLI V., *Osservazioni in tema di obblighi informativi degli intermediari nella valutazione di adeguatezza e rilevanza del giudizio di rating*, nota a Corte d'App. Milano, sent. 17 maggio 2012 in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2014, fasc. 3, pp. 312 ss.
- RESCIGNO M., *Il prodotto è tossico: tenere fuori dalla portata dei bambini*, in *Analisi Giur. Ec.*, 2009, 1, pp. 145 ss.
- RINALDO C., *Rating incongrui e tutele del mercato*, Milano, Giuffrè, 2017
- RISSO G., *La responsabilità extracontrattuale delle agenzie di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale*, nota a SS.UU. Cass. civ., ord. 22 maggio 2012, n. 8076, in *Dir. del commercio internazionale*, 2013, fasc. 3, pp. 849 ss.
- RODOTÀ S., *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967
- RODOTÀ S., *Diligenza (dir. civ.)*, in *Enc. Dir.*, vol. XII, Milano, 1964, pp. 539 ss.
- ROMANO G., *Le agenzie di rating del credito: fenomenologia e regolamentazione*, in *Archivio CERADI*, ottobre 2010, pp. 5 ss.
- ROPPO V., *Il contratto del duemila*, IV ed., Torino, Giappichelli, 2020
- RORDORF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 773 ss.
- ROSSANO D., *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, fasc. 1, pt. II, pp. 25 ss.
- ROSSELLO C., *Il danno evitabile. La misura tra diligenza ed efficienza*, Padova, Cedam, 1990
- ROSSI A., *Spunti sulla nuova disciplina della revisione contabile*, in *Società*, 1999, 9, pp. 1034 ss.
- RYAN J., *the Negative Impact of CRAs*, SWP Berlin Working Paper FG n. 1, 2012, pp. 12 ss.

SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività (reg. CE n. 1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, vol. 33, fasc. 2, pp. 310 ss.

SACCO R., *L'ingiustizia del danno di cui all'art. 2043 c.c.*, in *Foro pad.*, 1960, I, pp. 1420 ss.

SALAFIA V., *L'informativa societaria e l'efficienza del mercato*, in *Le società*, 1999, pp. 1029 ss.

SALERNO F., *Giurisdizione ed efficacia delle decisioni straniere nel regolamento (UE) n.1215/2012 (rifusione)*, IV ed., Padova, Cedam, 2015, pp. 107 ss.

SANGIOVANNI V., *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno e resp.*, 2008, pp. 965 ss.

SANNA P., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, Ed. Scient. It., 2011

SAPONARO M., *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, nota a Tribunale di Roma, sent. 17 gennaio 2012 n. 835, in *Danno e resp.*, 2013, 2, pp. 190 ss.

SAUNDERS A. - MILLON CORNETT M. - ANOLLI M. - ALEMANNI B., *Economia degli intermediari finanziari*, Milano, McGraw-Hill Companies S.r.l., 2011

SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2011, fasc. 3, pp. 764 ss.

SCIPIONE L., *La responsabilità civile in materia di revisione legale dei conti, tra "sviste" del legislatore, incertezze interpretative e ricadute applicative*, in *Inn. Dir.*, 2017, fasc. 4, pp. 120 ss.

SCOGNAMIGLIO C., *Riflessioni in tema di risarcimento del danno per c.d. perdita della chance*, in *Resp. civ. prev.*, 2020, fasc. 6, pp. 1742 ss.

S&P, *Default, Transition, and Recovery: 2011 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*, marzo 2012, disponibile su <www.spglobal.com>

SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, disponibile su <<https://www.sec.gov/files/craexamination070808.pdf>>

SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, *Final rule*, 17, CFR §§ 270 e 274, *Removal of Certain References to Credit Ratings and Amendment to the Issuer Diversification Requirement in the Money Market Fund Rule*, disponibile su <<https://www.sec.gov/rules/final/2015/ic-31828.pdf>>

SEGNI M., *La «lettre de patronage» come garanzia patrimoniale impropria*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, p. 136

SICCHIERO G., *Dalle obbligazioni “di mezzi e di risultato” alle “obbligazioni governabili o non governabili”*, in *Contr. impr.*, 2016, fasc. 6, pp. 1391 ss.

SIRENA P., *Obbligazione (in generale)*, in *Enc. giur. Sole24Ore*, vol. X, Milano, 2007, pp. 157 ss.

SMORTO G., *Reputazione, fiducia e mercati*, in *Europa e diritto privato*, 2016, fasc. 1, pp. 199 ss.

SPADA P., COSSU M., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, 4, vol. LXIII, pp. 401 ss.

STACCA S., *I codici di comportamento degli operatori finanziari nel sistema della tutela del risparmio in Responsabilità Civile e Previdenza*, 2017, fasc. 6, pp. 2051 ss.

STIGLITZ J., *The Stiglitz report: Reforming the International monetary and financial systems in the wake of the global crisis*, New York Press, 2010, pp. 56 ss.

SYLLA R., *An Historical Primer on the Business of Credit Rating*, in R. M. LEVICH - G. MAJNONI - C. M. REINHART, eds., *Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*, Kluwer Academic Boston, 2002, pp. 19 ss.

TARUFFO M., *La giustificazione delle decisioni fondate su standards*, in (a cura di) P. COMANDUCCI, R. GUASTINI, *L'analisi del ragionamento giuridico. Materiali ad uso degli studenti*, vol. II, Torino, Giappichelli, 1989

TARUFFO M., *La valutazione delle prove*, in *La prova nel processo civile*, in *Comm. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2012, pp. 244 ss.

TARUFFO M., *Onere della prova*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Vol. XIII, 1995, pp. 65 ss.

TARUFFO M., *Certezza e probabilità nelle presunzioni*, in *Foro it.*, Vol. 97, 1974, pp. 83 ss.

TRIMARCHI P., *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Milano, Giuffrè, 2019

THIENE A., *Inadempimento alle obbligazioni senza prestazione*, in G. VISINTINI, *Trattato della responsabilità contrattuale*, vol. I, Padova, Cedam, 2009

- THIENE A., *Art. 124. Clausole di esonero da responsabilità (cod. cons.)*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, (a cura di) G. DE CRISTOFARO, A. ZACCARIA, II Ed., Padova, Cedam, 2013
- THIENE A., *Nuovi percorsi della responsabilità civile. Dalla condotta allo status*, Padova, Cedam, 2006
- URBANI F., *La dimensione sovranazionale del rating: Regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi*, in *Dir. comm. inter.*, 2015, fasc. 2, pp. 583 ss.
- VASQUES L., *Private enforcement della disciplina antitrust in Italia: si può fare?*, in *Danno e resp.*, 2012, fasc. 8-9, pp. 824 ss.
- VELLA F., GHETTI R., *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016, fasc. 6, pp. 762 ss.
- VELLA F., *"Selfregulation" e giornalismo economico*, in *An. giur. econ.*, 2006, fasc. 2, pp. 279 ss.
- VERDE G., *L'onere della prova nel processo civile*, Ed. Scient. It., Vol. 58, 2013 (1974), pp. 465 ss.
- VERSTÄNDIG A., *The Civil Liability of the CRA-Regulation and the Requirement of Causation*, in *University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper*, n. 2015-07, 2015, pp. 5 ss.
- VILLA G., *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, pp. 726 ss.
- VISINTINI G., *Trattato breve della responsabilità civile*, III ed., Padova, Cedam, 2005
- VIOLANTE U., *La chance di un giro di valzer (sul danno biologico dell'aspirante ballerino)*, nota a Cass. civ., Sez. III, sent. 25 settembre 1998, n. 9598, in *Danno e resp.*, 1999, Vol. I, pp. 534 ss.
- WHITE L. J., *The CRAs and Their Role in the Financial System*, in *NY Stern School of Business*, Forthcoming in E. Brousseau, ed., *Oxford Handbook on Institutions, International Economic Governance, and Market Regulation*, Oxford University Press, 2016
- WHITE L. J., *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is a Better Response*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, 25, pp. 171 ss.
- ZENO-ZENCOVICH V., *Informazione (profili civilistici)*, in *Digesto disc. priv., sez. dir. civ.*, vol. IX, Torino, UTET, 1993, pp. 421 ss.

ZENO-ZENCOVICH V., *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Dir. inf. inform.*, 2005, fasc. 6, pp. 929 ss.

INDICE DELLE DECISIONI INTERNE

- Cass. civ., Sez. un., 11 gennaio 2008, n. 581, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. un., sent. 11 gennaio 2008, n. 577, in *Foro it.*, 2008
- Cass. civ., Sez. un., sent. 30 ottobre 2001, n. 13533, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. un., ord. 22 maggio 2012, n. 8076, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. un., sent. 22 maggio 1998, n. 5145, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. un., sent. 22 novembre 2010, n. 23593, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. un., sent. 15 marzo 2016, n. 5072, in *Mass. giust. civ.*, 2016
- Cass. civ., Sez. III, sent. 9 marzo 2018, n. 5641, in *Mass. giust. civ.*, 2018
- Cass. civ., Sez. II, sent. 18 maggio 1988, n. 3643, in *Resp. civ. prev.*, 1989
- Cass. civ., Sez. II, sent. 11 agosto 1990, n. 8218, in *Italgiure*
- Cass. civ., Sez. I, sent. 13 febbraio 2009, n. 3638, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, sent. 28 febbraio 2012, n. 3003, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, ord. 6 luglio 2020, n. 13875, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, ord. 7 novembre 2019, n. 28629, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. II, sent. 16 febbraio 2016, n. 2954, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, sent. 17 maggio 2001, n. 6756 in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, sent. 16 aprile 2009, n. 9027, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, sent. 6 marzo 2008, n. 6033, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. I, sent. 29 dicembre 2011, n. 29864, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, 21 luglio 2011, n. 15991, in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, sent. 29 settembre 2005, n. 19145, in *Foro it.*, 2006
- Cass. civ., Sez. I, sent. 28 agosto 1998, n. 8574 in *DeJure*
- Cass. civ., Sez. III, sent. 27 ottobre 2004, n. 20783, in *DeJure*

Cass. Civ., Sez. III, sent. 18 ottobre 2005, n. 20137, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. III, sent. 8 febbraio 2007, n. 2751, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. III, sent. 20 luglio 2010, n. 16917, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. Lav., sent. 10 gennaio 2007, n. 238, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. un., sent. 15 marzo 2016, n. 5072, in *Mass. giust. civ.*, 2016

Cass. civ., Sez. III, sent. 9 marzo 2018, n. 5641, in *Mass. giust. Civ.*, 2018

Cass. civ., Sez. III, sent. 8 marzo 1980, n. 1543, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. un., sent. 8 gennaio 1992, n. 104, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. II, sent. 16 giugno 2005, n. 12880, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. I, sent. 17 luglio 2014, n. 16365, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. I, sent. 11 giugno 2010, n. 14056, in *DeJure*

Cons. St., Sez. V, sent. 11 luglio 2018, n. 4225, in *DeJure*

Cass. civ., sent. 7 marzo 2014, n. 7195, in *DeJure*

Cass. civ., Sez. un., sent. 22 luglio 1999, n. 500, in *Foro it.* 1999

Cass. civ., Sez. III, sent. 21 luglio 2003, n. 11322, in *DeJure*

Cons. Stato, Sez. III, 14 settembre 2018, n. 5383 in *DeJure*

Cons. St., Sez. V, sent. 11 luglio 2018, n. 4225, in *DeJure*

Corte d'App. Genova, Sez. II, sent. 8 ottobre 2021, n. 1018, in *DeJure*

Trib. Milano, Sez. IV, sent. 1° luglio 2011 n. 8790, in *DeJure*

Trib. Catanzaro, Sez. I, sent. 2 marzo 2012, n. 685, in *DeJure*

Trib. Milano, sent. 23 novembre 2015, n. 13138, in *DeJure*

Trib. Miano, sent. 24 maggio 2017, n. 5894, in *DeJure*

ABF, Coll. Bologna, dec. 22 ottobre 2021, n. 21974, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*

ABF, Coll. Milano, dec. 8 ottobre 2019, n. 22550, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*

ABF, Coll. Roma, dec. 25 ottobre 2021, n. 22135, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*

ABF, Coll. Napoli, dec. 18 maggio 2020, n. 8998, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*

INDICE DELLE DECISIONI COMUNITARIE

Corte Giust., sent. 14 febbraio 1978, *United Brands Co. c. CEE*, C-27/76, in *Eur-Lex*

Corte Giust., sent. 13 febbraio 1979, *Hoffmann-La Roche & Co. c. CEE*, C-85/76, in *Eur-Lex*

Corte Giust., sez. I, sent. 17 febbraio 2011, C-52/09, *Konkurrensverket c. TeliaSonera Sverige AB*, in *EUR-Lex*.

Corte Giust., sent. 12 luglio 1979, cause riunite 32, 36-82/78, caso *BMW Belgium SA et al. c. CEE* in *EUR-Lex*

Corte Giust., sent. 6 ottobre 1976, causa 12-76, *Industrie tessili Italiana Como c. Dunlop AG*, in *EUR-Lex*

Corte Giust., sent. 27 settembre 1988, causa 189/87 *Kalfelis c. Banca Shroder*, in *EUR-Lex*

Corte Giust., sent. 26 marzo 1992, causa C-261/90, *Reichert c. Dresdner Bank AG*, in *EUR-Lex*

Corte Giust., sent. 25 ottobre 2012, causa C-133/11, *Folien Fischer AG c. Ritrama Spa*, in *EUR-Lex*

Corte Giust., sent. 11 gennaio 1990, causa C-220/88, *Dumex France c. Hessische Landesbank*, in *EUR-Lex*

Corte Giust., sent. 1° ottobre 2002, causa C-167/00, *Verein für Konsumenteninformation c. Henkel*, in *EUR-Lex*

Corte Giust., sent. 19 settembre 1995, causa C-364/93, *Antonio Marinari c. Lloyd's Bank plc e Zubaidi Trading Company*, in *EUR-Lex*.

INDICE DELLE DECISIONI ESTERE

Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc., 08 Civ. 7508 (SAS), F.R.D. 265 (S.D.N.Y. 2010)

Gertz v. Robert Welch, Inc., 418 U.S. 323, 339-40 (1974)

Jefferson Cty Sch. Dist. v. Moody's Inv'r's Servs., Inc., 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999)

Jaillet v. Cashman, 115 Misc. 383, 384, 189 N.Y.S. 743, 744 (Sup. Ct. 1921), *aff'd mem.*, 202 d.C. 805, 194 N.Y.S. 947 (App. Div. 1922), *aff'd mem.*, 235 N.Y.511, 139 N.E. 714 (1923)

First Equity Corp. of Florida v. Standard & Poor's Corp. I, 670 F. Supp. 117 (S.D.N.Y. 1988)

St. Amant v. Thompson, 390 U.S. 727, 731 (1968)

In Re Republic National Life Insurance Company and Realty Equities Corporation of New York et al., 387, F. Supp. 902 (S.D.N.Y. 1975)

Mallinckrodt v. Goldman Sachs & Co., et al., 420, F. Supp., 231 (S.D.N.Y. 1976)

In Re Towers Financial Corporation Noteholders Litigation, 936, F. Supp., 126 (S.D.N.Y. 1996)

Mill-Hall Textile Co. v. Dun & Bradstreet Inc., 160, F. Supp., 778 (S.D.N.Y. 1958)

La Salle National Bank et al. v. Duff & Phelps Credit Rating Co. and Shawmut Bank Connecticut, 951, F. Supp., 1071 (S.D.N.Y. 1996)